

THIAGO LIMA BORTOLUZZI

**A RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL AMBIENTAL PARA DECISÃO DE
INVESTIMENTO NA PERCEPÇÃO DE ANALISTAS, INVESTIDORES E
PROFESSORES DE FINANÇAS EM UMA VISÃO DE LONGO PRAZO.**

Monografia apresentada à Universidade Federal de Santa Catarina como um dos pré-requisitos para a obtenção do grau de bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Professor José Alonso Borba, Dr.

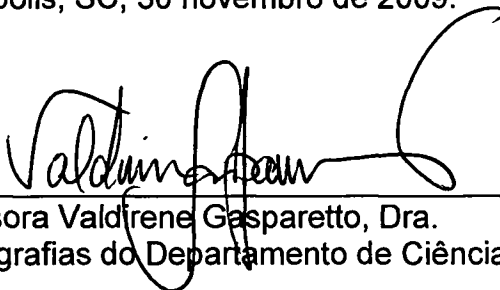
Florianópolis
2009

THIAGO LIMA BORTOLUZZI

A RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL AMBIENTAL PARA DECISÃO DE INVESTIMENTO NA PERCEPÇÃO DE ANALISTAS, INVESTIDORES E PROFESSORES DE FINANÇAS EM UMA VISÃO DE LONGO PRAZO.

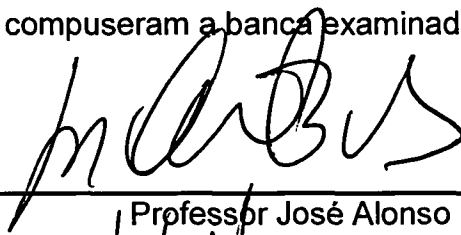
Esta monografia foi apresentada no curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina, obtendo a nota final 8,5 atribuída pela banca examinadora constituída pelo professor orientador e membros abaixo mencionados.

Florianópolis, SC, 30 novembro de 2009.

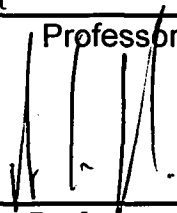


Professora Valdirene Gasparetto, Dra.
Coordenadora de Monografias do Departamento de Ciências Contábeis

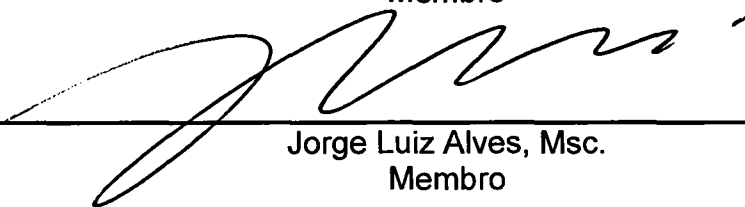
Professores que compuseram a banca examinadora:



Professor José Alonso Borba, Dr.
Orientador



Professor Ari Ferreira de Abreu, Dr.
Membro



Jorge Luiz Alves, Msc.
Membro

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Lucymara e Norbeto, pelo apoio , incentivo e amor, que contribuíram para que eu pudesse realizar esta importante etapa da minha vida.

A minha esposa Joisce, pelo apoio, paciência e pelas opiniões e revisões de texto que me auxiliaram na elaboração deste trabalho.

Ao meu orientador, Prof. Dr. José Alonso Borba, pelas críticas, sugestões e o apoio que auxiliaram a confecção do estudo e o meu crescimento intelectual.

Ao meu amigo André Andersen, que ajudou e contribuiu de forma determinante na realização da pesquisa.

Aos membros que compuseram a banca examinadora, cujas contribuições auxiliaram no aperfeiçoamento do texto final.

A todos os participantes da pesquisa que dispuseram seu tempo e dedicação para realização do estudo.

Aos amigos que me acompanharam nesta fascinante e longa etapa que é a universidade.

*...a humanidade passa por diversas crises
das quais ela não vê saída,
todas elas geradas por um único motivo,
a de percepção da vida.
O homem se afastou da natureza quando se julgou superior.
Olha a distância que a gente criou...*

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Relevância da informação para decisão – companhia A..... 35

Gráfico 2 – Relevância da informação para decisão – companhia B..... 36

Gráfico 3 – Nível de relevância da informação contábil ambiental..... 38

Gráfico 4 – Nível de relevância da informação ambiental por perfil de participante.. 39

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Razões para divulgar e não divulgar informações ambientais voluntariamente.	20
Quadro 2 - Regulamentações que possuem menção a vertente do Balanço Ambiental.....	24
Quadro 3 – Empresas do setor de papel e celulose com ações negociadas na BOVESPA.....	27
Quadro 4 - Estrutura resumida da avaliação pós-decisão.	29
Quadro 5 - Nível de relevância vs. grau de relevância	33
Quadro 6 - Justificativa associada à relevância da informação ambiental e investimento sugerido	42
Quadro 7 - Investimento sugerido e relevância da informação para decisão – Cia. A	65
Quadro 8 - Investimento sugerido e relevância da informação para decisão – Cia. B	66

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Perfil dos participantes da pesquisa	33
Tabela 2 - Dados dos participantes da pesquisa	34
Tabela 3 - Grau de relevância da informação ambiental para decisão de investimento	37
Tabela 4 - Média de investimento nas companhias A e B, de acordo com o nível de relevância da informação contábil ambiental	40
Tabela 5 - Comparativo da amostra desta pesquisa com a de Alves (2008).....	43
Tabela 6 - Comparação sobre a relevância da informação contábil ambiental sob perspectiva de diferentes sujeitos.....	44

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CFC – Conselho Federal de Contabilidade

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EBTIDA – Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização

IBRACON – Instituto dos Auditores Independentes do Brasil

NBC T – Normas Brasileiras de Contabilidade Técnica

RESUMO

BORTOLUZZI, Thiago Lima. A relevância da informação contábil ambiental para a tomada de decisão de investimento na percepção de analistas, investidores e professores de finanças em uma visão de longo prazo. 2010. 65 f. Monografia (Graduação) - Curso de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2010.

Este trabalho tem como objetivo, analisar a relevância da informação contábil ambiental para a tomada de decisão de investimento em uma companhia, na percepção de analistas de investimentos, investidores do mercado de ações e professores das disciplinas de finanças e mercado de capitais em uma visão de longo prazo. Trata-se de uma pesquisa exploratória, utilizando métodos experimentais e abordagem qualitativa. A pesquisa foi baseada no estudo de Alves (2008). Os dados submetidos à análise dos participantes são de uma companhia do setor de papel e celulose, obtidos no sítio da BOVESPA. A amostra de 24 participantes é obtida por acessibilidade, sendo esta, dividida em dois grupos (de controle e experimental). Cada participante deve tomar a sua decisão sob a seguinte condição: o investimento deve compor a carteira de investimentos de um amigo, destinada a aposentadoria, portanto, uma visão de longo prazo. Os participantes receberam um relatório gerencial e demonstrações contábeis resumidas para apoio à decisão, devendo indicar o valor a ser alocado a companhia analisada (A ou B). Após a tarefa, os participantes responderam a avaliação pós-decisão, na qual indicaram as informações relevantes na decisão de investimento. Os resultados apresentados indicam que dos 24 participantes, seis (33%) apontaram as informações de natureza ambiental entre as três mais relevantes nas suas decisões. Nenhum participante indicou a informação contábil ambiental como a mais relevante. Contudo, dezenove respondentes (79%) apontaram que as informações ambientais afetaram as suas decisões. Os dados apresentados indicam que a informação contábil ambiental é relevante para decisão de investimento em uma companhia, na perspectiva de analistas de investimento, investidores do mercado de ações e professores das disciplinas de finanças e mercado de capitais, em uma visão de longo prazo.

Palavras-chave: Contabilidade Ambiental. Tomada de Decisão. Experimento.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO..... 11

1.1 Tema e Problema 12

1.2 Objetivos 13

1.2.1 Objetivo Geral..... 13

1.2.2 Objetivos Específicos..... 13

1.3 Justificativa 14

1.4 Organização do Trabalho 16

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA..... 17

2.1 A Informação Contábil para a Tomada de Decisão 17

2.2 Informação Contábil Ambiental 19

2.3 Normas de evidenciação de informações ambientais no Brasil..... 22

3 METODOLOGIA..... 25

3.1 Delineamento de Pesquisa..... 25

3.2 Seleção da companhia 26

3.3 Coleta de Dados 27

3.4 Seleção da Amostra 29

3.5 O Pré-Teste 30

3.6 Limitações da Pesquisa 31

4.1 Apresentação dos dados 33

4.2 Análises Adicionais..... 39

4.3 Análises Comparativas com Outras Pesquisas 43

5 CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES..... 46

REFERÊNCIAS 49

APÊNDICES 52

1 INTRODUÇÃO

O meio ambiente é um dos temas mais estudados e comentados dos últimos tempos nos meios de comunicação, devido a sua degradação em grande escala ocorrida desde a revolução industrial. Esta grande evidência faz com que diversos ramos da sociedade tenham interesse pelo tema.

A legislação é cada vez mais abrangente no que tange os aspectos ligados ao meio ambiente e a fiscalização se torna mais rígida. Uma organização que desrespeita as leis ambientais pode ser punida pelos seus atos e as empresas que não se comprometem com as questões ecológicas podem estar se desvalorizando, tendo em vista a importância dos assuntos desta natureza em meio à sociedade contemporânea.

A Constituição Federal de 1988 (CF) em seu art. 225, § 3º deixa claro esse aspecto:

As condutas e atividades consideradas lesivas ao meio ambiente sujeitarão os infratores, pessoas físicas ou jurídicas, a sanções penais e administrativas, independente da obrigação de reparar os danos causados.

A contabilidade é responsável por fornecer informações sobre o patrimônio e as atividades das empresas, tendo na contabilidade ambiental seu ramo que trata de assuntos relacionados aos eventos ambientais. Segundo Bergamini Jr. (1999) a contabilidade ambiental tem como objetivo registrar os impactos causados pelas empresas ao meio-ambiente, devendo assegurar que o desempenho ambiental desta, tenha ampla transparência aos usuários das informações.

Por ser uma área recente, a contabilidade ambiental possui ainda poucas normas e especificações, mas já apresenta demonstrações que buscam atender aos usuários interessados nos aspectos ambientais da organização, como o *Balanco Social* e o *Balanco Ambiental*. Muitas das grandes empresas já se utilizam destas demonstrações para publicar as informações de âmbito ambiental, embora não haja ainda uma padronização entre as publicações.

Segundo Alves (2008), “os dados da evidenciação contábil das repercussões ambientais das atividades das empresas serão úteis na medida em que sejam relevantes para a tomada de decisão”. Portanto, um investidor econômico que almeja obter retorno com seus recursos disponíveis, deve considerar a evidenciação de informações de natureza ambiental relevante na tomada de decisão, levando em conta os riscos de desvalorização que possui, conforme explicado anteriormente.

Tinoco e Kraemer (2004, p. 266) apontam que, “ao analista financeiro interessam as informações que lhe permitam avaliar o status ambiental da empresa com base em sua estrutura legal atual e futura”. Por isso, este tem papel fundamental na análise das demonstrações e relatórios das companhias, pois é ele o responsável em avaliar e apontar os melhores investimentos.

1.1 Tema e Problema

A evidenciação de informações de natureza ambiental é a forma de as empresas demonstrar à sociedade sua conduta em relação ao meio ambiente. Além da sociedade, um investidor ao analisar as demonstrações e relatórios de uma companhia, pode considerar a evidenciação dessas informações relevante na sua tomada de decisão.

Alves (2008) verificou, em uma amostra de 32 participantes, alunos de pós-graduação *strictu sensu* em contabilidade como sub rogados de analistas de mercado, que a evidenciação de informações relacionadas ao meio ambiente nas demonstrações contábeis ou no relatório da administração influencia a decisão de investimento em uma companhia.

Conforme menciona Alves (2008), a percepção de estudantes é válida para estudos desta natureza, porém não deve ser generalizada a situações reais. O autor também recomenda que “a aplicação do experimento junto a profissionais atuando como analistas de mercado, poderia comprovar ou refutar os resultados desta pesquisa”.

Tendo em vista os resultados obtidos por Alves (2008) em seu experimento, pode-se verificar a necessidade de um estudo a ser realizado junto a profissionais atuantes no mercado e investidores, bem como, é válido aplicar o experimento a professores de disciplinas de finanças e mercado de capitais. Os resultados da nova pesquisa podem ser capazes de comprovar ou não as conclusões expostas pelo autor. Isso se dá pela oportunidade de obter conclusões mais próximas as situações reais do cotidiano das decisões de investimento, considerando a experiência dos profissionais da área, o grau de conhecimento e capacidade de análise dos professores e também a percepção dos investidores quanto às decisões de investimento em uma companhia.

Este trabalho vale-se de um experimento elaborado com dados retirados das demonstrações contábeis e do relatório da administração de uma empresa, do setor

de papel e celulose, com ações na BOVESPA, obtidos no sítio desta instituição. O caso submetido à análise dos analistas, investidores e professores, foi concebido a partir do experimento de Alves (2008).

Diante do contexto apresentado, o tema deste estudo consiste na evidenciação contábil ambiental. A pesquisa é norteadada pela questão: a evidenciação de informações de natureza ambiental nas demonstrações contábeis ou no relatório da administração influencia a tomada de decisão em investimento em uma companhia?

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral do trabalho consiste em verificar se a evidenciação de informações relacionadas ao meio ambiente nas demonstrações contábeis ou no relatório da administração influencia a tomada de decisão em investimento em uma companhia, na percepção de analistas de investimento, investidores do mercado de ações e professores das disciplinas de finanças e mercado de capitais em uma visão de longo prazo.

1.2.2 Objetivos Específicos

Para a consecução do objetivo geral, busca-se:

- analisar a alocação de recursos realizada por analistas de investimento, investidores e professores das disciplinas de finanças e mercado de capitais a uma companhia com evidenciação contábil ambiental favorável;
- analisar a alocação de recursos realizada por analistas de investimento, investidores e professores das disciplinas de finanças e mercado de capitais a uma companhia com evidenciação contábil ambiental desfavorável; e,
- comparar a alocação de recursos realizada por analistas de investimento, investidores e professores das disciplinas de finanças e mercado de capitais, para as companhias com evidenciação contábil ambiental favorável e desfavorável.

1.3 Justificativa

Historicamente, a sociedade sempre buscou a exploração dos recursos naturais sem se preocupar com as limitações do planeta. Estudos científicos apontam que o acontecimento de desastres ecológicos, a poluição, o desaparecimento de parte da biodiversidade e o aquecimento global, são reflexos da ação humana em meio à natureza.

O capitalismo é um dos principais responsáveis pelo atual estágio de degradação ecológica, pois nele o homem está sempre visando o acúmulo de riquezas (dinheiro). Segundo Porto-Gonçalves (2004) a dinâmica da sociedade capitalista mostra, na sua materialidade, a insustentabilidade ambiental.

As empresas são as principais ferramentas para este acúmulo de capital, tendo em vista a capacidade de geração de recursos e obtenção de lucros. Mas ao mesmo tempo, também são responsáveis por grande parte da degradação do meio ambiente, principalmente as indústrias. Isso se deve pelo avanço tecnológico, desde a revolução industrial, que faz com que se produza mais quantidade em períodos menores de tempo, com isso, consumindo grandes quantidades de recursos naturais.

A partir da década de 60, a questão ambiental se insere na sociedade em geral e a preocupação com o futuro do planeta se desenvolve com mais força. Conforme comenta Silva (2004), essa preocupação se torna evidente com a realização da Primeira Conferência Mundial sobre o Meio Ambiente, realizada em Estocolmo, em meados dos anos 70. Para Porto Gonçalves (2004, p. 23):

o período atual, de globalização neoliberal, difere dos outros períodos que o antecederam pela especificidade do desafio ambiental que o acompanha e que, também, o constitui. Afinal, até os anos 1960, a dominação da natureza não era uma questão e, sim, uma solução – o desenvolvimento. É a partir desse período que intervém explicitamente a questão ambiental.

A preocupação com o meio ambiente exposta pela sociedade contemporânea, principalmente nas últimas décadas, pressiona as empresas e o estado a exercerem sua parte na luta em favor da manutenção de áreas preservadas e na tentativa de recuperação de ambientes degradados.

No Brasil, a legislação trata com importância as questões ambientais, isso é explícito na Constituição Federal de 1988 (CF), art. 225, caput:

Todos têm direito ao meio ambiente ecologicamente equilibrado, bem de uso comum do povo e essencial à sadia qualidade de vida, impondo-se ao

Poder Público e à coletividade o dever de defendê-lo e preservá-lo para as presentes e futuras gerações.

O mercado competitivo dos tempos atuais faz com que as empresas busquem se destacar de diversas formas para superar as concorrências, inclusive nos aspectos ambientais. Várias companhias demonstram interesse por assuntos desta natureza e desenvolvem em suas atividades medidas que objetivam minimizar os danos causados ao meio ambiente pelas suas operações.

Porém, as empresas, além de serem responsáveis por minimizar os impactos causados, precisam demonstrar ao estado e à sociedade a sua conduta em relação ao meio ambiente. A contabilidade se torna fundamental para a divulgação dessas informações, pois são os relatórios e demonstrações contábeis, as formas legais das companhias publicarem dados acerca de suas atividades. Tinoco e Kraemer (2004, p. 32), assim se manifestam:

a Contabilidade, entendida como meio de fornecer informações, deveria buscar responder a esse novo desafio, atendendo aos usuários interessados na atuação das empresas sobre o meio ambiente, subsidiando o processo de tomada de decisão, além das obrigações com a sociedade no que tange à responsabilidade social e a questão ambiental.

Para Alves (2008 p. 17), “a Contabilidade ao reconhecer, mensurar e evidenciar as repercussões ambientais da atividade da empresa cumpre, sob esse aspecto, seu papel de ciência social”. Desta forma a Contabilidade se torna o elo entre a empresa, a sociedade e o meio ambiente.

Com o intuito de atender a esses novos aspectos inseridos no cotidiano das entidades, surge a Contabilidade Ambiental, como uma ferramenta responsável por acompanhar o patrimônio ambiental das empresas. Sendo um novo ramo da Ciência Contábil, que tem como objetivo, mensurar e evidenciar os impactos ao meio ambiente e fornecer aos seus usuários, informações que afetam a situação econômico-financeira da empresa.

A Contabilidade Ambiental possui diversos usuários de suas informações, sendo internos ou externos. Tinoco e Kraemer (2004) apresentam como os usuários da Contabilidade Ambiental: credores, companhias seguradoras, gestores de fundos ambientais, investidores e analistas financeiros.

A partir do atual pensamento da sociedade, do Estado e de outros *stake holders*, em relação ao meio ambiente, a evidenciação de variáveis ambientais nos relatórios da companhia tende a ser de grande relevância para as empresas na conquista de novos mercados.

Alves (2008) buscou, em seu experimento, estabelecer relações entre decisão de investimento e fatores ambientais sob a perspectiva de estudantes de pós-graduação *strictu sensu* em contabilidade. Através do estudo, pode concluir que a evidenciação de informações de âmbito ambiental é relevante na decisão de investimento em uma companhia, porém, não sendo um dos principais fatores para tal decisão.

A perspectiva de pós-graduandos é válida em estudos desta natureza, porém torna-se necessário estabelecer uma relação mais próxima ao cotidiano das decisões de investimento. Este trabalho, visando preencher esta lacuna, pode comprovar ou contrariar as conclusões expostas pelo autor na visão de analistas de investimento, investidores do mercado de ações e professores das disciplinas de finanças e mercado de capitais. Além de contribuir para a ampliação das discussões acerca do papel da variável ambiental no cenário empresarial.

1.4 Organização do Trabalho

O presente trabalho está dividido em cinco capítulos. O primeiro capítulo apresenta a introdução ao tema, em que são expostos alguns conceitos fundamentais, os objetivos do estudo, além da justificativa para o desenvolvimento de uma pesquisa sobre o assunto. O segundo capítulo apresenta a fundamentação teórica do estudo. O terceiro capítulo expõe a metodologia adotada para o desenvolvimento do trabalho. No quarto capítulo, são apresentados e analisados os dados do experimento. E por fim, no quinto capítulo, expõem-se a conclusão e as recomendações para estudos futuros.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 A Informação Contábil para a Tomada de Decisão

A Contabilidade é responsável por disponibilizar dados acerca do patrimônio e a atividade das empresas. Esses dados são fornecidos por meio de divulgações financeiras. Segundo Hendriksen e Van Breda (1999, p. 511), “um dos principais objetivos da divulgação financeira é fornecer informações para a tomada de decisão. Isso exige a divulgação apropriada de dados financeiros e outras informações relevantes”.

De acordo com Hendriksen e Van Breda (1999), uma questão fundamental para definir se a informação prestada pela Contabilidade é adequada, é: a quem a informação contábil será divulgada? Os usuários são diversos, porém as empresas procuram fornecer informações úteis aos seus principais usuários, que variam de acordo com a localidade na qual ela está inserida. Iudícibus (1997, p.22) acrescenta que “as informações contábeis deveriam ser feitas de forma que os usuários reagissem para a tomada de decisão correta”.

No Brasil, o principal usuário da informação contábil é o estado, devido à cultura empresarial do país. O estado por sua vez, se utiliza destas informações com a finalidade de fiscalizar as empresas. Porém, desde a década de 90, o mercado de ações tem se tornado de grande relevância na área de investimentos e conseqüentemente para a Contabilidade. Para Lopes (2002, p.7), “o mercado financeiro, de forma geral, é um dos maiores usuários da informação contábil por intermédio de analistas, corretoras, investidores institucionais e individuais, bancos de investimentos, etc.”

Neste contexto de mercado de capitais, Iudícibus e Mariom (2002, p. 55) destacam que “os eventuais compradores de ações ou debêntures da entidade procuram extrair informações para sua decisão sobre se vale a pena ou não investir na empresa”. Quanto a isso, a Resolução CFC n. 774 (CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE, 1994), que aprova o apêndice à resolução sobre Princípios Fundamentais de Contabilidade, estabelece:

em países com um ativo mercado de capitais, assume importância ímpar a existência de informações corretas, oportunas, suficientes e inteligíveis sobre o patrimônio das Entidades e suas mutações, com vista à adequada avaliação de riscos e oportunidades por parte dos investidores, sempre interessados na segurança dos seus investimentos e em retornos compensadores em relação às demais aplicações. A qualidade dessas informações deve ser assegurada pelo sistema de normas alicerçado nos

Princípios Fundamentais, o que torna a Contabilidade um verdadeiro catalisador do mercado de ações.

Portanto, a qualidade das informações fornecidas a estes usuários é de grande importância, visto que, se a empresa fornecer informações de baixa qualidade ou que não são confiáveis, pode acarretar ao investidor que tomou sua decisão baseada nestas informações, uma interpretação errada de seu custo de oportunidade.

Além da qualidade da informação contábil a ser fornecida pelas empresas, outro ponto a ser destacado, é a quantidade de informação a ser disponibilizada aos usuários externos. Hendriksen e Van Breda (1999, p. 515) destacam que “a quantidade de informação a ser divulgada depende, em parte, da satisfação do leitor que a recebe”. Existem órgãos reguladores, além das leis nacionais, que definem as informações de publicação obrigatória. No Brasil, o órgão que regulamenta as companhias de capital aberto é a CVM.

Embora haja regulamentos para a obrigatoriedade da divulgação de informações contábeis, os gestores podem fornecer aos *stakeholders*, de forma voluntária, outras informações que considerem úteis à tomada de decisão.

De certo modo, é oportuno destacar que a qualidade do *disclosure*¹ voluntário pode ser questionada, tendo em vista que não são auditados. De acordo com Guay e Verrecchia (2007, apud MURCIA e SANTOS, 2009, p.4), “o gestor agirá estrategicamente de acordo com seu próprio interesse, o que na maioria dos casos é a divulgação de informações boas acerca da empresa, e a não-divulgação de informações ruins”.

Contudo, “o usuário racional interpreta a informação não divulgada como uma informação negativa, não favorável” (VERRECCHIA, 2001, apud MURCIA e SANTOS, 2009, p. 4). A afirmativa segue do princípio de que os investidores sabem que o gestor possui determinada informação e não a divulgou, logo definirão que a informação é negativa, o que levará a uma desvalorização da companhia, perante o mercado de ações.

De acordo com Murcia e Santos (2009, p. 4), “as empresas também poderão evidenciar informações de maneira voluntária quando acreditarem que serão mais penalizadas pelos usuários externos caso não as divulguem”. Além disso, conforme citam Ludícibus, Martins e Gelbcke (2003, p. 49):

¹ Evidenciação ou divulgação contábil.

as empresas precisam dar ênfase à evidenciação de todas as informações que permitam a avaliação da sua situação patrimonial e das mutações desse seu patrimônio e, além disso, que possibilitem a realização de inferências perante o futuro.

Portanto, o *disclosure* voluntário, além de fornecer informações adicionais às demonstrações obrigatórias, deve evidenciar informações verdadeiras e capazes de condizer a real situação da companhia.

2.2 Informação Contábil Ambiental

O interesse por assuntos de natureza ambiental é cada vez mais abrangente nos diversos grupos da sociedade, devido à consciência de que os recursos são escassos e o planeta possui limites para a utilização destes recursos. Isso faz com que as empresas também possuam responsabilidades perante os riscos que proporcionam ao meio ambiente, por suas atividades. Esse novo pensamento traz a necessidade da divulgação dos aspectos ligados ao relacionamento da empresa com a natureza onde está inserida. A contabilidade como fonte de informação para a tomada de decisão, também teve que se adaptar ao momento, surgindo assim, a Contabilidade Ambiental.

Segundo Ribeiro (2005, p. 45):

a contabilidade ambiental não é uma nova ciência, mas sim, uma segmentação da tradicional já, amplamente, conhecida. Adaptando o objetivo desta última, podemos definir como objetivo da contabilidade ambiental: identificar, mensurar e esclarecer os eventos e transações econômico-financeiros que estejam relacionados com a proteção, preservação e recuperação ambiental, ocorridos em um determinado período, visando à evidenciação da situação patrimonial de uma entidade.

Porém, as informações ambientais, não tendo a obrigatoriedade de sua divulgação, não são, de certo modo, muito utilizadas pelas empresas em suas demonstrações. Contudo, Monteiro e Ferreira (2009, p. 193), destacam a importância da evidenciação das informações desta natureza:

a evidenciação destas informações vem ao encontro de objetivos e princípios da Contabilidade, uma vez que atende ao princípio da oportunidade, que determina o registro dos fatos no momento em que eles ocorram desde que possam ser tecnicamente estimados e, ao princípio da continuidade, pois revelaria a verdadeira situação patrimonial da empresa ao revelar os riscos ambientais inerentes ao seu negócio, bem como os passivos ambientais já gerados por suas atividades.

Segundo Ribeiro (2005), “a evidenciação segregada das informações ambientais pode ser considerada como uma das contribuições da contabilidade para a preservação e proteção ambiental.”

Quanto à importância da evidenciação destas informações, Alves (2008), destaca que “os dados da evidenciação contábil das repercussões ambientais das atividades das empresas serão úteis na medida em que sejam relevantes para a tomada de decisão”. Com isso, conforme destaca, Braga e Pinho (2007, p. 69) torna-se necessário responder a seguinte questão: “quem são os interessados nas informações a serem divulgadas?”

Os autores, em resposta à pergunta, concluem que os principais usuários da informação contábil ambiental, são “os grupos formados por gestores, acionistas/investidores, clientes, empregados, comunidade e sociedade”. No que tange ao mercado de ações, Tinoco e Kraemer (2004, p. 266) apontam que, “ao analista financeiro interessam as informações que lhe permitam avaliar o status ambiental da empresa com base em sua estrutura legal atual e futura”.

Partindo do princípio de que as informações ambientais não são obrigatórias, conclui-se que a sua divulgação só será feita se for de interesse dos gestores da empresa. Gray e Bebbington (2001, apud ROVER et. al., 2009), descrevem algumas possíveis razões para a divulgação voluntária das informações de natureza ambiental, conforme demonstra o quadro 1.

Razões para evidenciar voluntariamente:	Razões para não evidenciar voluntariamente:
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Caso não o faça, a divulgação se tornará obrigatória; ▪ Legitimar suas atividades; ▪ Distrair a atenção de outras áreas; ▪ Desenvolver a imagem corporativa; ▪ Se antecipar a ações regulatórias; ▪ Impacto positivo no preço das ações; ▪ Benefícios políticos; ▪ Vantagens competitivas; ▪ Direito dos acionistas e <i>stake holders</i> à informação. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Falta de incentivos; ▪ Custo de levantamento e divulgação; ▪ Indisponibilidade de dados; ▪ Evitar divulgar informações confidenciais à concorrência; ▪ Falta de demanda para a informação; ▪ Ausência de requerimentos legais; ▪ Outras prioridades na divulgação de informações.

Quadro 1: Razões para divulgar e não divulgar informações ambientais voluntariamente.
 Fonte: Rover et. al. (2009), adaptado de Gray e Bebbington (2001).

Segundo Skillius e Wennberg (1998, apud NOSSA, 2002), Canadá, Estados Unidos da América, Noruega e Suécia são, até então, os únicos países onde existem requisitos para incluir informações ambientais nos relatórios financeiros anuais. Já o *Accounting Advisory Forum* (1995, apud NOSSA, 2002) da União Européia, recomenda que as questões ambientais relacionadas com relatórios

financeiros, somente deveriam ser evidenciadas em contas e relatórios anuais (demonstrações contábeis), uma vez que são consideradas relevantes para posição ou desempenho financeiro da empresa.

Outro ponto a ser levado em consideração, é a forma com que as empresas divulgam suas informações de natureza ambiental, pois como não existem regras específicas para tal publicação, também não existe um padrão nas divulgações das empresas. Tinoko e Kraemer (2004) mencionam que diversas associações de bancos e analistas financeiros produzem suas diretrizes para melhor coletar as informações ambientais nos relatórios anuais. Um exemplo disso é o *Swiss Banker's Association*, que produziu um *paper* com algumas indicações de como gostaria que fossem as evidenciações sobre o meio ambiente para facilitar a avaliação do desempenho ambiental das companhias.

As principais recomendações da Associação para o *disclosure* ambiental são, segundo Skillius e Wennberg (1998, apud NOSSA, 2002):

- **Números ambientais chaves:** uso de energia, emissão de gases (CO₂, CFC-11, NO_x, SO₂, VOC), resíduos, incluindo resíduos especiais, etc;
- **Números financeiros relevantes:** custos de energia, custos de matéria-prima, desperdício; depreciação de investimentos ambientais, amortizações ou provisões de passivos ambientais, custos de garantia de qualidade, investimentos ambientais, provisões motivadas ambientalmente;
- **Informações gerenciais relevantes:** estratégias (as três questões ambientais mais importantes que afetarão os resultados da companhia nos próximos 5-10 anos), sistema de gestão ambiental com foco em gerenciamento de risco e conformidade legal, comunicação (tipo de comunicação com os mais importantes *stake holders*), descrição de medidas tomadas para melhorar a eco-eficiência de processos e produtos.

Portanto, é de suma importância, no atual contexto das companhias, principalmente as de capital aberto, a divulgação de informações sobre o meio ambiente, mesmo que de forma voluntária, tendo em vista a repercussão dos riscos ambientais contemporâneos. Porém, a não obrigatoriedade da divulgação, faz com

que diversas destas empresas não publiquem informações desta natureza. Contudo, o mercado e a sociedade estão de olho nas informações e as organizações que não tendem a acompanhar a evolução dos fatos correm o risco de sofrer as consequências ruins do mercado competitivo.

2.3 Normas de evidenciação de informações ambientais no Brasil

No Brasil, praticamente não existe regulamentação que obrigue ou que determine a divulgação de informações de natureza ambiental. Contudo, existem pareceres de alguns órgãos reguladores a cerca do assunto.

A CVM faz recomendação para que as companhias de capital aberto incluíssem no relatório da administração informações referente aos investimentos efetuados em benefício do meio ambiente, bem como sua conduta quanto às questões ambientais, por meio do Parecer de Orientação nº 15, de 1987.

Já o IBRACON, publicou, em 1996, as Normas e Procedimentos de Auditoria 11 (NPA 11 – Balanço e Ecologia), nas quais estabelece que nos casos em que ocorram danos ao meio ambiente pelas empresas e/ou a constituição de ativos ou passivos ambientais, estes deverão ser apresentados nas Demonstrações Contábeis, além de apresentar as seguintes determinações:

a revelação da posição ambiental da empresa deverá ser um objeto importante da sua Contabilidade e da sua Administração,.....informando a política ambiental adotada, valor dos investimentos em ativos fixos e diferidos ambientais e critérios de amortizações/depreciações, despesas ambientais debitadas ao resultado do exercício, passivo contingente e cobertura, se houver, de seguros, Plano Diretor de Meio Ambiente elaborado, seus cronogramas físico e financeiro, empréstimos específicos contraídos e sua amortização programada.

É relevante destacar, que foi encerrada no dia 25 de outubro de 2009, audiência pública realizada pelo CFC, que trata da criação de uma norma para contabilização dos eventos ambientais. Essa norma tem como objetivo, determinar os critérios para reconhecimento, classificação, mensuração e divulgação dos eventos e transações que reflitam interações da entidade com o meio ambiente. O alcance desta norma é a todas as atividades econômicas que causem ou venha a causar, algum tipo de impacto a natureza.

Atualmente, um demonstrativo que vem sendo utilizado por diversas empresas, tanto em nível mundial, como brasileiro, é o Balanço Social. Iudícibus, Marion e Gelbcke (2003, p. 33) destacam que “o Balanço Social tem por objetivo demonstrar o resultado da interação da empresa com o meio em que está inserida”. Este demonstrativo, conforme citam os autores, possui quatro vertentes, o Balanço Ambiental, o Balanço de Recursos Humanos, Demonstração do Valor Adicionado e Benefícios e Contribuições à Sociedade em geral.

Segundo iudícibus, Marion e Gelbcke (2003, p. 33):

o Balanço Ambiental reflete a postura da empresa em relação aos recursos naturais, compreendendo os gastos com preservação, proteção e recuperação destes; os investimentos em equipamentos e tecnologias voltados à área ambiental e os passivos ambientais. Poderá ainda ter características físicas como, por exemplo, descrição das quantidades comparativas de poluentes produzidos de um período a outro, acompanhadas dos parâmetros legais.

Conforme destacam Carvalho e Siqueira (2009), na França, por intermédio da Lei nº 77.769, de 12 de julho de 1977, todas as empresas com mais de 299 empregados são obrigadas a elaboração do Balanço Social, sendo esta, a primeira lei que trata do demonstrativo, em todo o mundo. Em Portugal, através da Lei nº 141, de 1985, o demonstrativo foi instituído para as empresas com mais de 100 funcionários. Já na Bélgica, o Balanço Social passou a ser obrigatório para todas as empresas, por meio de um decreto real, instituído em 4 de agosto de 1996. Porém, em cada país o demonstrativo possui particularidades.

No que se refere a nível nacional, Carvalho e Siqueira (2009), realizaram estudos com o objetivo de verificar as regulamentações existentes sobre o Balanço Social, nas esferas federal, estadual e municipal. Através das pesquisas, os autores identificaram nove normas que regulamentam o Balanço Social, sendo que apenas uma delas não possui regulamentações acerca da vertente do Balanço Ambiental. No quadro 2, estão as oito normas que regulamentam o Balanço Social no Brasil e que possuem a vertente do Balanço Ambiental.

Regulamentação	Esfera
NBCT 15	Federal - Norma do CFC
Projeto de Lei nº 0032/1999	Federal
Lei nº 2.843/2003	Estado do Amazonas
Lei nº 7.687/2002	Estado Mato Grosso
Lei nº 11.440/2000	Estado do Rio Grande do Sul
Lei nº 9.536/1998	Município de Londrina
Lei nº 7.675/1998	Município de Santo André
Lei nº 8.118/1998	Município de Porto Alegre

Quadro 2 - Regulamentações que possuem menção a vertente do Balanço Ambiental

Fonte: Adaptado de Carvalho e Siqueira (2009)

Dentre as normas apresentadas, pode-se destacar a NBC T 15, aprovada pela Resolução CFC nº 1.003, de 19 de agosto de 2004, que estabelece procedimentos a serem adotados pelas empresas que optarem pela apresentação do balanço social, porém, não obriga a elaboração do demonstrativo. Já a Lei nº 8.118/1998 do município de Porto Alegre, merece destaque por ser a única regulamentação que institui a elaboração do balanço social como obrigatória para todas as empresas com sede na cidade.

É oportuno destacar, que diversas dessas normas, oferecem às empresas que publicam o demonstrativo, selos e certificados emitidos pelos respectivos órgãos reguladores. Conforme indicam Carvalho e Siqueira (2009, p. 39), estes prêmios são “uma forma de despertar o interesse das empresas para a preparação de seu relatório social, pois para muitas empresas é importante vincular o selo/certificado de empresa cidadã à imagem da organização”.

Cabe mencionar que devido a não obrigatoriedade da apresentação, a grande parte das empresas não divulgam informações de cunho ambiental. Já as empresas que publicam informações relacionadas ao meio ambiente, não a fazem seguindo um padrão específico, o que dificulta a compreensão por parte dos usuários e impossibilita a comparação entre as publicações de uma empresa e outra.

3 METODOLOGIA

Para a elaboração deste capítulo, é utilizada a divisão proposta por Beuren et al. (2008, p. 79), no qual as tipologias de delineamento de pesquisas foram agrupadas em três categorias, quanto aos objetivos, quanto aos procedimentos e quanto a abordagem do problema.

3.1 Delineamento de Pesquisa

Esta pesquisa é classificada, quanto aos seus objetivos, como sendo de natureza exploratória. Busca, desta forma, aprofundar os conhecimentos a respeito do tema estudado sob o enfoque proposto. Segundo Gil (1999), a pesquisa exploratória é desenvolvida no sentido de proporcionar uma visão geral a cerca de determinado fato. Beuren et al. (2008, p. 80), destaca que esse tipo de estudo “contribui para o esclarecimento de questões superficialmente abordadas sobre o assunto”.

Quanto aos seus procedimentos, trata-se de um experimento. Bervian e Cervo (1983, p. 58), destacam que “a pesquisa experimental caracteriza-se por manipular diretamente as variáveis relacionadas com o objeto de estudo”. Beuren et al. (2008, p.89), menciona que para um experimento, torna-se necessário a aplicação do estudo em dois grupos, a fim de saber se a manipulação das variáveis teve algum efeito.

Para a elaboração da presente pesquisa, os sujeitos foram designados aleatoriamente em dois grupos, o grupo 1 (um), de controle; e o grupo 2 (dois), experimental. Houve, ainda, a manipulação da variável relacionada ao objeto de estudo, ou seja, a variável ambiental.

O experimento é baseado na pesquisa de Alves (2008), que por sua vez, se baseou no estudo de Milne e Patten (2002). Milne e Patten (2002) realizaram um estudo junto a um grupo de 76 analistas atuantes em empresas norte-americanas. Por meio desse estudo, os autores buscaram verificar o impacto da informação contábil ambiental para decisões de curto e longo prazo. Enquanto Alves (2008) realizou a pesquisa junto a um grupo de 32 pós-graduandos, *strictu sensu* em Contabilidade, como sub-rogados de analistas de mercado. O estudo foi elaborado com o objetivo de verificar se a evidenciação de informações de natureza ambiental é relevante na tomada de decisão em uma companhia.

No que se refere à abordagem, Beuren et al. (2008) classifica as pesquisas como qualitativa e quantitativa. Richardson (1999) destaca que a principal diferença entre as abordagens, reside no fato de a abordagem qualitativa não se utilizar um instrumento estatístico como base do processo de análise do problema. Gunther (2006) afirma que é adequado o uso da abordagem qualitativa para fins de análise de dados de um experimento. Tendo em vista que o estudo não se utiliza dados estatísticos para a análise dos resultados obtidos, verifica-se que a abordagem predominante na pesquisa é qualitativa.

3.2 Seleção da companhia

O caso submetido à análise dos participantes foi construído a partir de dados captados nas demonstrações contábeis e nos relatórios da administração de uma companhia do setor de papel e celulose, com ações na BOVESPA. O instrumento de pesquisa aplicado é baseado na pesquisa de Alves (2008), adaptado às condições deste estudo, como destacado nas seções a seguir.

O setor de atuação da companhia (papel e celulose) foi selecionado por ser um dos setores considerados agressivos ao meio ambiente. Nas pesquisas de Milne e Patten (2002) e Alves (2008), as empresas utilizadas foram do setor químico. É oportuno destacar que os setores considerados agressivos ao meio ambiente pela Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento, conforme Kraemer (2000) são as indústrias químicas, de papel e celulose, de ferro e aço, de metais não ferrosos (por ex: alumínio), de geração de eletricidade, de automóveis e de produtos alimentícios. A Lei federal nº 6.938, de 31 de agosto de 1981, em seu anexo VIII, também apresenta as atividades potencialmente poluidoras e utilizadoras de recursos naturais, dentre as quais, encontra-se a indústria de papel e celulose.

A empresa utilizada para o estudo é a que possui o mais completo *disclosure* ambiental, quantitativa e qualitativamente, dentre as empresas do setor de atuação escolhido, com ações na BOVESPA. A escolha foi feita após análise dos relatórios publicados pelas empresas, retirados no sítio da instituição.

A relação completa de companhias do setor de papel e celulose, por ramo de atuação, conforme consulta feita ao sítio da BOVESPA em 09/06/2009, é apresentada no quadro 3. Na coluna “observação” apresenta-se a referência (ou não) ao conteúdo ambiental nas notas explicativas e no relatório da administração de cada empresa.

Razão Social	Nome de Pregão	Observação
ARACRUZ CELULOSE S.A	ARACRUZ	Houve evidenciação no relatório da administração e nas notas explicativas.
CELULOSE IRANI S.A.	CELUL IRANI	Houve evidenciação no relatório da administração e menção à possível contingência ambiental nas notas explicativas. Escolhida
CIA MELHORAMENTOS DE SÃO PAULO	MELHOR SP	Não houve menção no relatório da administração e nas notas explicativas.
KLABIN S.A.	KLABIN S/A	Houve evidenciação apenas no relatório da administração.
MELPAPER S.A.	MELPAPER	Houve menção apenas no relatório da administração.
SANTHER FAB DE PAPEL STA THEREZINH S.A.	SANTHER	Não houve menção no relatório da administração e nas notas explicativas.
SUZANO HOLDING S.A.	SUZANO HOLD	Não houve menção no relatório da administração e nas notas explicativas.
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	SUZANO PAPEL	Houve evidenciação apenas no relatório da administração.
VOTORANTIN CELULOSE E PAPEL S.A.	V C P	Houve menção apenas no relatório da administração.

Quadro 3 – Empresas do setor de papel e celulose com ações negociadas na BOVESPA.

Os participantes do experimento tiveram acesso às informações contidas nos apêndices B (relatório gerencial da companhia A), C (relatório gerencial da companhia B) e D (demonstrações e principais índices). Essas, por sua vez, foram retiradas do relatório da administração e das demonstrações contábeis e suas notas explicativas, da companhia Celulose Irani S.A., da qual as informações foram consideradas adequadas à finalidade da pesquisa.

3.3 Coleta de Dados

A exemplo da pesquisa de Alves (2008), os participantes são divididos, de forma aleatória, em dois grupos: Grupo 1 (de controle) e Grupo 2 (experimental). O Grupo 2 recebe as mesmas informações do Grupo 1, com uma única diferença, as informações de natureza ambiental diferenciadas. O nome da empresa que serviu como base para a pesquisa não foi divulgado, para que os participantes dispusessem de um conjunto homogêneo de dados. Sendo assim, não poderiam buscar outras informações, além das fornecidas, o que descaracterizaria o experimento. Da mesma forma, não foi informado qual a variável objeto da pesquisa.

Cada participante tem acesso a um conjunto de dados composto de: a) cenário, em que se estabeleciam as diretrizes gerais do experimento; b) relatório gerencial, contendo os principais índices e as demonstrações contábeis resumidas da companhia; e, c) avaliação pós-decisão, na qual o participante deveria indicar as principais informações que influenciaram sua decisão e apresentar algumas características pessoais. Essa estrutura foi utilizada por Alves (2008) em sua pesquisa e considerada adequada às necessidades do estudo.

Buscando adaptar a pesquisa realizada por Alves (2008) às peculiaridades deste trabalho, houve a redução das opções de investimento. Na presente pesquisa, os participantes devem indicar o investimento em uma companhia, à longo prazo. Já na pesquisa de Alves (2008), os participantes deveriam indicar os investimentos de duas formas, a curto e longo prazo. Essa mudança se deve porque, na percepção do pesquisador, na opção por investimento a curto prazo, o objetivo é de ganho especulativo. Sendo que neste tipo de investimento, o principal fator que influencia na decisão é a variação da cotação das ações da companhia na bolsa de valores, o que poderia descaracterizar as decisões tomadas pelos participantes, tendo em vista que o intuito da pesquisa é a análise dos dados evidenciados pela companhia.

Com base na pesquisa de Alves (2008), é apresentado um cenário no qual o analista é convidado por um amigo a sugerir a alocação de recursos em uma empresa, sendo que para o presente estudo, a opção de investimento da carteira do amigo é destinada à aposentadoria. A carteira de investimentos possui valor de mercado de R\$ 200.000,00, havendo disponibilidade de até R\$ 20.000,00 em recursos para a alocação à companhia, enquanto no estudo de Alves (2008), o valor disponível para investimento era de R\$ 10.000,00.

Para o Grupo 1 (de controle) é aplicado o caso da companhia A, cujo relatório gerencial apresenta informações favoráveis do desempenho ambiental da empresa. Para o Grupo 2 (experimental) é aplicado o caso da companhia B, cujo relatório gerencial apresenta o mesmo conteúdo do caso da companhia A, tendo nas informações relacionadas ao meio ambiente, alguns dados desfavoráveis para a companhia. Após a decisão, o analista deve apontar, na avaliação pós-decisão, as informações que influenciaram sua escolha.

Cabe mencionar que em Alves (2008), os relatórios da companhia objeto de aplicação, se diferenciavam em relação ao tamanho do *discoursure* ambiental. Para um grupo, o relatório possuía evidenciação ambiental reduzida e para o outro a

evidenciação era ampliada. A variável objeto deste experimento foi alterada, pela possibilidade de encontrar uma perspectiva diferenciada em relação aos estudos já aplicados, no que tange a informação contábil ambiental.

É preciso destacar, que onde consta informação desfavorável, trata-se de uma possível contingência ambiental da companhia. Na qual apresentou em seus relatórios, uma ação do ministério público com grande possibilidade de êxito. Para dar ênfase à informação, o valor da possível multa foi ampliado. No relatório submetido aos sujeitos participantes, a multa poderia estar ente R\$ 875.000,00 (oitocentos e setenta e cinco mil reais) e R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais). Sendo que no relatório original da empresa, a possível indenização poderia chegar ao valor máximo de R\$ 875.000,00 (oitocentos e setenta e cinco mil reais).

A exemplo da pesquisa de Alves (2008), são apresentadas, em ordem alfabética, seis informações que podem afetar a decisão do analista, além de 3 campos adicionais para que os participantes indiquem outras informações, conforme apresentado no quadro 4.

Informação	Relevância para a Decisão	
Fluxo de caixa	_, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9	O participante deve indicar qual a relevância de cada informação para sua decisão, numa escala de 1 a 9, sendo 1 mais relevante, sem repetição de números, permitidos espaços em branco.
Ganhos por ação	_, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9	
Histórico da companhia	_, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9	
Liquidez	_, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9	
Questões ambientais	_, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9	
Tendências de crescimento	_, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9	
Outros	_, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9	

Quadro 4 - Estrutura resumida da avaliação pós-decisão.

Fonte: Alves (2008).

Na primeira parte dessa avaliação, o analista deveria atribuir o número 1 à informação mais relevante para tomada de decisão, o número 2 para a segunda informação mais relevante, e assim sucessivamente. A avaliação pós-decisão termina com o analista informando alguns dados pessoais.

3.4 Seleção da Amostra

O presente estudo, através do objetivo proposto, buscou resultados que apresentem situações mais próximas ao real cotidiano das decisões de investimento. Para que isso ocorra, os participantes da pesquisa são determinados como sendo:

- a) analistas de investimento atuantes no mercado financeiro;
- b) investidores do mercado de ações; e

- c) professores que ministram as disciplinas: Finanças e Mercado de Capitais; nos cursos de graduação de Administração, Ciências Contábeis e Economia.

A escolha destes profissionais foi feita, devido possuírem conhecimentos suficientes e experiência na análise de demonstrações contábeis, o que pode trazer resultados mais eficientes dos obtidos por Alves (2008), que realizou a pesquisa junto a alunos de pós-graduação, *strictu sensu* em contabilidade.

A seleção da amostra é feita por acessibilidade, que conforme Beuren et. al. (2008) é vista como a menos rigorosa dos tipos de amostragem. Porém, este tipo de amostra foi escolhido devido ao difícil acesso e a disponibilidade dos profissionais atuantes, tanto os analistas, quanto os professores, bem como os investidores.

Quanto ao número de participantes, os relatórios foram enviados por e-mail e entregues pessoalmente para quarenta pessoas, sendo que, vinte e quatro delas responderam a pesquisa. Eles serão distribuídos em dois grupos (de controle e experimental) com doze participantes em cada grupo.

Para este número de participantes, o tamanho da amostra é insuficiente para testes estatísticos. Contudo, esta não é a abordagem da pesquisa. Os resultados obtidos serão analisados, apenas de forma qualitativa.

Devido a não possibilidade de antever a quantia de respostas obtidas, os sujeitos foram distribuídos por grupo de acordo com o relatório por eles respondidos. Sendo que não foi considerado como critério de divisão, o perfil de cada respondente, ou seja, o número de analistas, investidores e professores não são o mesmo nos dois grupos da pesquisa.

3.5 O Pré-Teste

O experimento foi submetido a um pré-teste. Nele, dois investidores analisaram as informações disponibilizadas e responderam à avaliação pós-decisão. Segundo Richardson (1999), é importante que o instrumento seja testado em sujeitos com as mesmas características da população-alvo da pesquisa.

Nesse pré-teste, os respondentes sugeriram que fossem incluídas mais informações quanto às expectativas futuras da companhia. Os sujeitos identificaram no relatório gerencial recebido, um projeto implantado pela empresa e que acarretaria em mudanças futuras no seu desempenho. Devido ao ocorrido, para o

relatório definitivo, foram incluídas no campo perspectivas futuras, informações retiradas do relatório da administração e da notas explicativas da empresa, do exercício de 2008, que forneciam esclarecimentos quanto ao projeto implantado pela companhia.

Considerando que não houve mudanças significativas no instrumento de pesquisa, as respostas obtidas no pré-teste, foram incluídas na amostra do trabalho e também consideradas para fim análise dos resultados.

3.6 Limitações da Pesquisa

A primeira limitação dessa pesquisa, diz respeito ao fato de que os participantes foram submetidos a um caso hipotético. Embora estes sejam aptos a tomar decisões baseadas nas demonstrações contábeis, a exemplo da pesquisas de Milne e Patten (2002) e Alves (2008), não há alocação efetiva de dinheiro, o que pode prejudicar a validade externa dos resultados obtidos.

Maines e Wahlen (2006, apud ALVES 2008, p. 48) explicam, resumidamente, a conjuntura da seguinte forma: “os dados gerados utilizando-se grupos experimentais talvez não possam ser generalizados para a prática cotidiana do mundo dos negócios, em que diversos fatores interagem de modo a afetar as decisões”.

É oportuno destacar, a impossibilidade de distribuir os indivíduos nos grupos, de acordo como perfil de cada um, ou seja, o mesmo número de analistas, investidores e professores nos dois grupos. Sendo que devido a essa restrição, não pôde ser realizada uma comparação entre as respostas de cada perfil participante da pesquisa, por grupo do experimento.

Outra limitação, se refere à impossibilidade de aplicação de ferramentas estatísticas para a análise de dados, embora Lindsay (1995, apud ALVES, 2008) argumente que esta não seja uma limitação. Porém, é necessário destacar que Milne e Patten (2002), utilizaram-se de métodos estatísticos para a análise dos resultados. Contudo, conforme destacado anteriormente, esta não é a abordagem da pesquisa.

Por fim, considera-se uma restrição deste estudo, que no relatório submetido aos participantes, especificamente na avaliação pós-decisão, constavam seis informações para que os respondentes identificassem as que afetaram as suas decisões, além de mais três campos onde poderiam incluir outras informações que

considerassem relevantes. Devido a essas seis informações já estarem inseridas no corpo do instrumento de pesquisa, supõe-se que isso pode ter induzido os analistas a escolherem uma opção. Sendo que no caso destas informações não estarem ali sugeridas, a decisão tomada pelos participantes poderia ser diferente.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Para fins de análise, com base no estudo de Alves (2008), foram considerados três níveis de relevância aos itens apontados pelos participantes da pesquisa, conforme consta no quadro 5.

Nível de relevância	Grau de relevância atribuído pelos respondentes
Alta relevância	1, 2 ou 3
Média relevância	4, 5 ou 6
Baixa relevância	7, 8 ou 9

Quadro 5 - Nível de relevância vs. grau de relevância

Sendo assim, quando a informação apontada para a decisão estiver entre as três mais relevantes, será considerada de alta relevância (ou altamente relevante). Para o caso de a informação ser apontada entre a quarta e a sexta mais relevante, será considerada como de média relevância. Se for apontada entre a sétima e a nona mais relevante, será tomada como de baixa relevância para decisão.

4.1 Apresentação dos dados

A tabela 1 apresenta o perfil dos participantes da pesquisa, ou seja, a atividade profissional dentro dos três perfis considerados como amostra para o estudo. Para fins de análise dos resultados, a proporção de cada perfil entre os grupos de controle e experimental não será levada em consideração. Isso por que, não houve equilíbrio entre os perfis na distribuição dos grupos, devido a amostra ser por acessibilidade e a quantia de respostas obtidas para cada grupo não serem uniformes. Porém é oportuno evidenciar a proporção de cada perfil em relação à amostra total.

Tabela 1 - Perfil dos participantes da pesquisa

<i>Perfil</i>	<i>n</i>	<i>%</i>
<i>Total de participantes</i>	24	100%
Analistas de investimento	11	46%
Investidores	7	29%
Professores	6	25%

Percebe-se que quase metade dos participantes da pesquisa (46%) é composta por analistas de investimento. Esta proporção pode fazer com que os resultados obtidos estejam mais próximos ao real cotidiano das decisões de

investimento, considerando que os analistas têm como atividade profissional a própria decisão de investimento.

Na tabela 2, estão apresentadas as características dos participantes da pesquisa. Na coluna A, são apresentados os dados dos sujeitos que responderam o caso da companhia A, cuja evidenciação de informações de natureza ambiental era favorável (grupo de controle). A coluna B exibe os dados dos respondentes submetidos ao caso da companhia B, da qual as informações relacionadas ao meio ambiente eram desfavoráveis (grupo experimental).

Tabela 2 - Dados dos participantes da pesquisa

Características	A	%	B	%	Total
<i>Total de participantes (n)</i>	12	100%	12	100%	24
<i>Idade (em anos)</i>					
Menos de 30	5	42%	7	58%	12
30 - 39	2	17%	2	17%	4
40 - 49	2	17%	3	25%	5
50 ou mais	3	25%			3
<i>Gênero</i>					
Masculino	11	92%	11	92%	22
Feminino	1	8%	1	8%	2
<i>Maior grau de instrução</i>					
Ensino superior	7	58%	7	58%	14
Especialização	1	8%	2	17%	3
Mestrado	3	25%	1	8%	4
Outro (Doutorado)	1	8%	2	17%	3
<i>Experiência profissional (em anos)</i>					
Nenhum		0%		0%	0
Menos de dois		0%	1	8%	1
Dois a cinco	4	33%	4	33%	8
Cinco a dez	1	8%	4	33%	5
Mais de dez	7	58%	3	25%	10
<i>Experiência pessoal em decisões de investimento</i>					
Nenhuma	1	8%		0%	1
Pouca	4	33%	2	17%	6
Moderada	4	33%	4	33%	8
Considerável	2	17%	5	42%	7
Larga	1	8%	1	8%	2

Pode-se observar, com base nos dados da tabela 2, que metade dos participantes possui menos de trinta anos e a grande maioria possui até quarenta e nove anos (88%). No que se refere ao gênero dos respondentes, a pesquisa foi respondida quase que na sua totalidade por homens (92%). Quanto ao maior grau de instrução, o nível predominante é o ensino superior, com 58% dos participantes. Houve predominância, em relação à experiência profissional, de profissionais com pelo menos dois anos de experiência (96%), sendo que 42% possuem mais de dez

anos de experiência profissional. Por fim, quanto à experiência pessoal em decisões de investimento, houve certo equilíbrio entre as opções “pouca”, “moderada” e “considerável” experiência (25%, 33% e 29%, respectivamente).

Os gráficos 1 e 2 apresentam a relevância para a tomada de decisão atribuída pelos participantes às informações utilizadas nesse processo. O gráfico 1 corresponde às respostas do grupo de controle, cujo objeto de análise foi o caso da companhia A (com evidenciação contábil ambiental favorável). Já o gráfico 2, corresponde às respostas do grupo experimental, cujo objeto de análise foi a companhia B (com evidenciação contábil ambiental desfavorável).

Cabe esclarecer que o conjunto “outros” é relativo às informações acrescentadas pelos respondentes nos campos próprios da avaliação pós-decisão. Também, é preciso destacar, que a quantidade de informações selecionadas pelos participantes como sendo relevantes para sua tomada de decisão, não foram uniformes e variam de três a nove informações selecionadas. Isso se deve ao fato, de que na avaliação pós-decisão, foi pedido aos respondentes que identificassem apenas os itens que realmente afetaram as suas decisões.

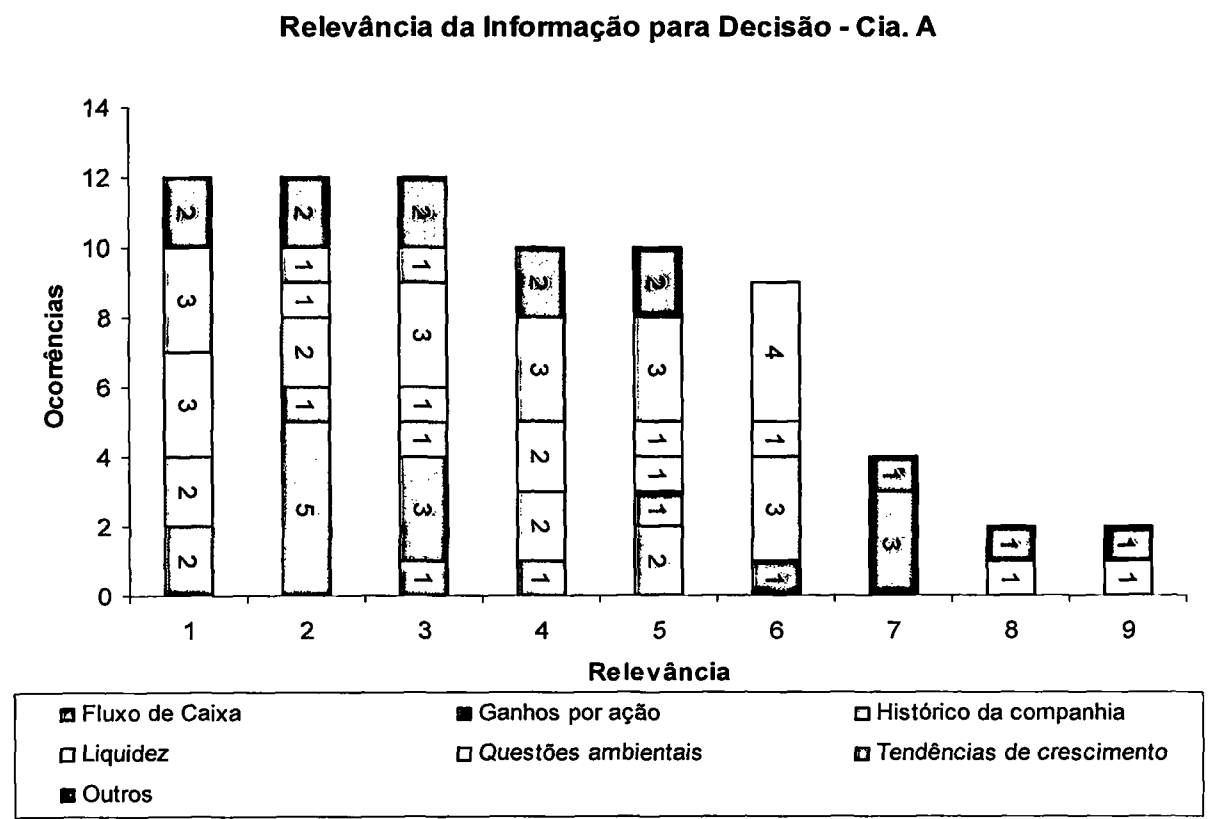


Gráfico 1 – Relevância da informação para decisão – companhia A

De acordo com o gráfico 1, considerando os três maiores graus de relevância, o fluxo de caixa é apontado como a informação mais relevante na tomada de decisão dos participantes, apresentando oito ocorrências. A opção “outros” foi a segunda informação mais apontada pelos respondentes entre as três mais relevantes (seis ocorrências), sendo que dentro desta opção, três participantes apontaram o endividamento como sendo um dos três indicadores que mais afetaram a sua decisão. Por sua vez, a informação contábil ambiental foi escolhida por um terço dos respondentes (quatro ocorrências) como uma das três informações mais relevantes à tomada de decisão.

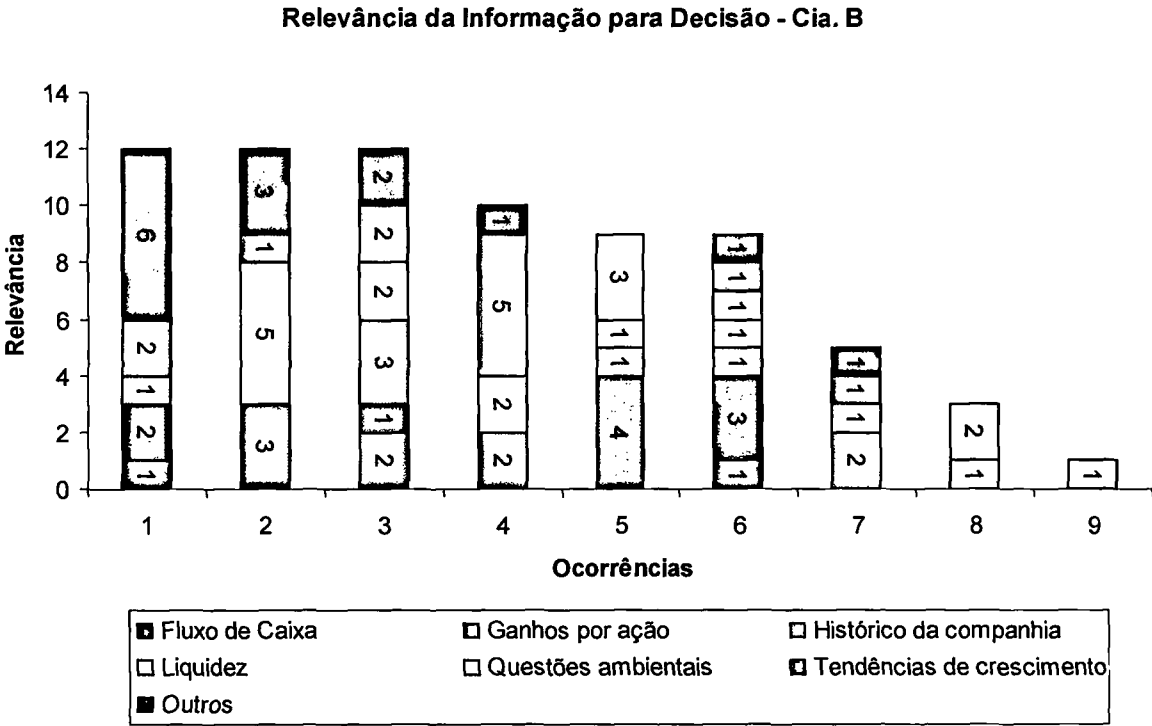


Gráfico 2 – Relevância da informação para decisão – companhia B

De acordo como o gráfico 2, considerando os três maiores graus de relevância, tem-se a informação “outros” com onze ocorrências, sendo que os participantes apontaram, assim como no caso da companhia A, por três vezes o endividamento entre as informações de alta relevância. Outra informação que se destacou entre uma das três mais relevantes, apontada no campo “outros”, foi a EBTIDA (duas ocorrências). O fluxo de caixa é escolhido em seis ocorrências, como sendo um dos três mais relevantes. No que se refere à informação ambiental, apresentam-se duas ocorrências entre as três informações que mais afetaram a decisão dos participantes.

A tabela 3 apresenta a relevância da informação contábil ambiental indicada pelos participantes da pesquisa.

Tabela 3 - Grau de relevância da informação ambiental para decisão de investimento

<i>Grau de relevância da informação ambiental</i>	<i>Companhia A</i>		<i>Companhia B</i>		<i>Total</i>	
	<i>n</i>	<i>%</i>	<i>n</i>	<i>%</i>	<i>n</i>	<i>%</i>
1						
2	1	8,3%			1	4,2%
3	3	25,0%	2	16,7%	5	20,8%
4						
5	1	8,3%	3	25,0%	4	16,7%
6	4	33,3%	1	8,3%	5	20,8%
7	1	8,3%	3	25,0%	4	16,7%
Não utilizada para decisão	2	16,7%	3	25,0%	5	20,8%

Os resultados apresentados na tabela 3 destacam algumas semelhanças aos resultados obtidos por Alves (2008) em seu experimento. Na percepção de seis participantes (25%) a informação ambiental é altamente relevante, enquanto no estudo de Alves (2008) essa proporção foi de 22%. Para nove respondentes (38%), a variável foi considerada entre os graus quatro e seis de relevância, destacando desta forma, que a informação contábil ambiental possui papel de média relevância nas decisões de investimento. Na pesquisa de Alves (2008) 33% dos analistas escolheram o dado como de média relevância.

As diferenças ficam em relação à baixa relevância, na qual a tabela 3, destaca que 4 participantes (17%) escolheram a informação como de baixa relevância, enquanto no estudo de Alves (2008), essa proporção esteve em 3%. Outra diferença encontrada nos resultados é no que se refere à relevância da variável ambiental na decisão de investimento, enquanto neste estudo dezenove respondentes (79%) apontaram a informação como relevante na sua tomada de decisão, nos resultados obtidos por Alves (2008), a proporção foi de 59%. Os resultados da pesquisa também apresentam que 21% (5 ocorrências) dos participantes não consideraram a informação relevante nas suas decisões, enquanto Alves (2008) apresentou 40,63%, quase o dobro da proporção encontrada neste experimento.

No gráfico 3 estão representados os níveis de relevância da informação contábil ambiental na decisão de investimento, de acordo com os participantes da pesquisa.

Nível de relevância da informação ambiental

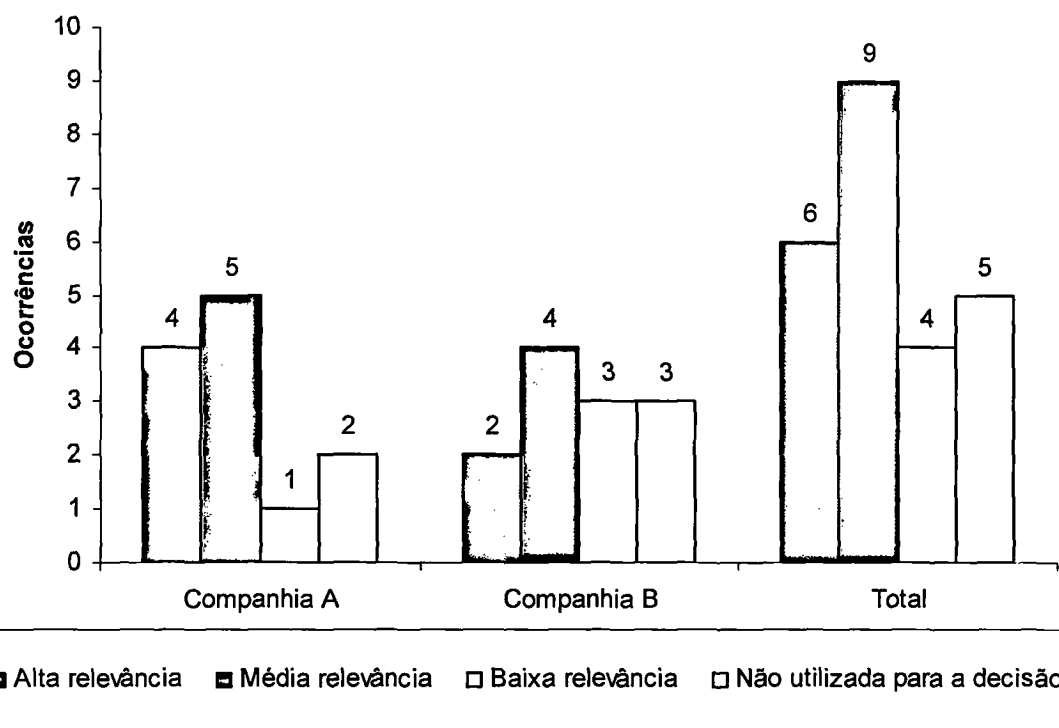


Gráfico 3 – Nível de relevância da informação contábil ambiental

De acordo com o gráfico 3, pode-se perceber que a informação contábil ambiental é predominantemente de média relevância para os participantes da pesquisa, sendo que nove pessoas (38%) destacaram a variável entre os graus quatro e seis de relevância.

É possível destacar também, que no caso em que os respondes analisaram a companhia A, um terço (33%) dos participantes apontaram a informação ambiental como altamente relevante. A possível explicação pode estar no fato de a informação contábil ser de caráter favorável, ou seja, apontando pontos positivos da companhia perante o meio ambiente. Porém esta afirmação não é uma certeza, tendo em vista que os participantes não foram submetidos aos dois casos. A justificativa apresentada nos campos próprios da avaliação pós-decisão não permite considerações conclusivas. A realização de uma entrevista com os respectivos sujeitos que a avaliaram desta forma, poderia fornecer informações mais amplas, porém, como o acesso aos participantes foi bastante limitado, esta possibilidade não foi levantada pelo pesquisador.

4.2 Análises Adicionais

Foi possível perceber através das análises, que quando os participantes foram submetidos ao caso da companhia A, onde a variável ambiental trazia dados favoráveis acerca do relacionamento da empresa com a natureza, a informação contábil ambiental desempenhou papel de maior relevância que nos casos onde os sujeitos foram submetidos à análise dos relatórios da companhia B, onde a informação ambiental trazia dados desfavoráveis.

Outro ponto a ser destacado, é que a informação contábil ambiental, não foi considerada por nenhum participante da pesquisa, seja no grupo de controle (companhia A) ou no grupo experimental (companhia B), como sendo a informação que mais afetou na sua decisão de investimento, fato já esperado, diante das evidências encontradas em Alves (2008).

É oportuno destacar o nível de relevância apontado em cada perfil de profissional sujeito a pesquisa, ou seja, o que, de forma geral, os analistas financeiros, os investidores e os professores consideraram acerca da variável ambiental. Estes dados são apresentados através do gráfico 4.

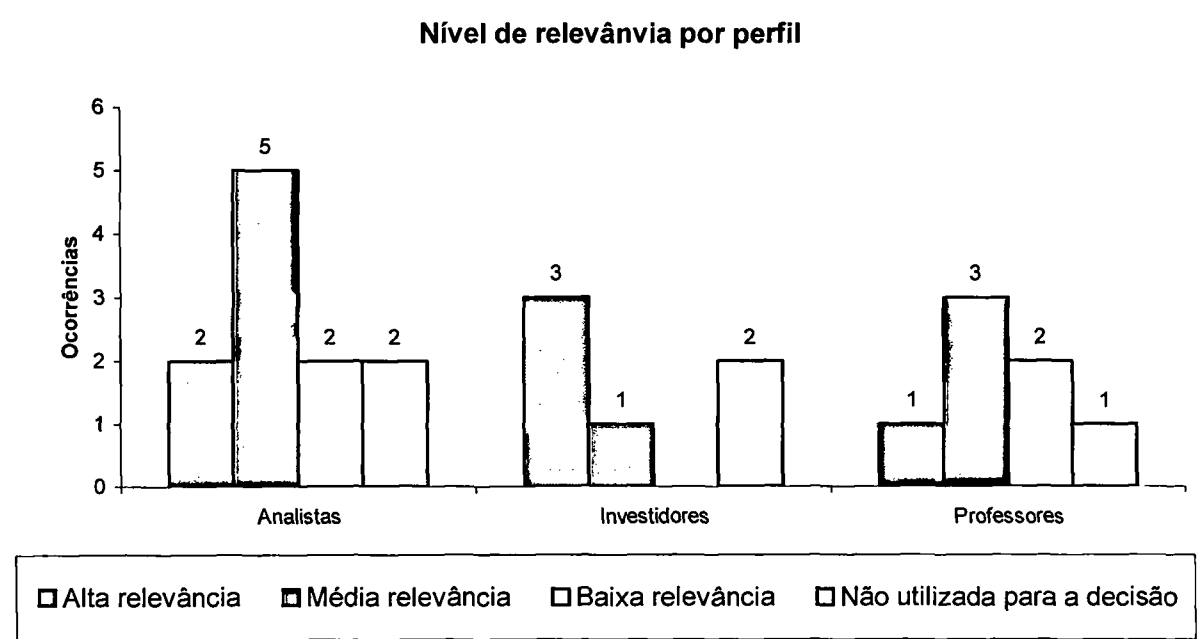


Gráfico 4 – Nível de relevância da informação ambiental por perfil de participante

De acordo com o gráfico 4, o nível de relevância da variável ambiental é mais alto para os investidores, sendo que metade deles apontou a informação contábil

ambiental como sendo uma das três mais relevantes para a tomada de decisão, enquanto que a proporção entre os analistas financeiros foi de 18% e nos professores, de 14% das ocorrências. Através da presente pesquisa, não se pode chegar a conclusões acerca destes dados, pois a distribuição dos sujeitos entre os grupos não foi uniforme, levando em consideração o perfil de cada um, o que poderia acarretar em distorções na análise.

Conforme ainda o gráfico 4, pode-se perceber que nove analistas financeiros apontaram a informação ambiental como relevante na sua tomada de decisão. Quatro investidores (68%) escolheram a variável como relevante, enquanto seis professores (86%) destacaram que os dados ambientais afetaram nas suas decisões de investimento.

A tabela 4 apresenta a média de investimento sugerido para as companhias A e B, de acordo com nível de relevância da informação ambiental.

Tabela 4 - Média de investimento nas companhias A e B, de acordo com o nível de relevância da informação contábil ambiental

<i>Relevância</i>	<i>Companhia A</i>		<i>Companhia B</i>	
	<i>n</i>	<i>Investimento médio</i>	<i>n</i>	<i>Investimento médio</i>
Alta	4	6.000,00	2	15.000,00
Média	5	5.600,00	4	5.000,00
Baixa	1	-	3	5.666,67
Não relacionada	2	5.000,00	3	1.666,67

Considerando os dados apresentados na tabela 4, pode-se verificar que no caso onde os participantes apontaram a informação ambiental como altamente relevante, nos sujeitos do grupo experimental (companhia B), o investimento médio foi muito superior ao investimento médio dos participantes do grupo de controle (companhia A). O dado mostra que embora a companhia B tenha apresentado algumas informações negativas acerca do seu desempenho ambiental, quando estas informações foram consideradas altamente relevantes, o investimento foi alto em relação ao valor disponível para aplicação. Através das justificativas fornecidas pelos respondentes na avaliação pós-decisão, não se pôde chegar a considerações conclusivas acerca do dado. Além disso, outras informações, que não a variável ambiental, podem ter influenciado nas decisões de quanto investir na companhia.

O investimento médio foi maior entre os sujeitos do grupo experimental (companhia B), que teve como média de investimento, R\$ 6.000,00. Enquanto que

na companhia A, a média foi de R\$ 5.166,66. Quanto ao investimento médio dos participantes que apontaram o *disclosure* ambiental como relevante na sua tomada de decisão, para a companhia A, o valor foi de R\$ 5.200,00 e na companhia B, a média foi de R\$ 7.444,44.

É oportuno destacar que valor total captado de recursos pela companhia A, foi de R\$ 62.000,00, enquanto a companhia B captou R\$ 72.000,00. Considerando apenas os respondentes que destacaram que a informação ambiental influenciou nas duas decisões, a companhia A teve captação de R\$ 52.000,00, já a companhia B, captou R\$ 67.000,00.

O quadro 6 apresenta as justificativas dos participantes em relação à informação contábil ambiental, quando esta foi indicada entre as três informações mais relevantes para as decisões, bem como o investimento sugerido por cada respondente. É oportuno ressaltar que os respondentes da pesquisa tinham a disposição três campos, na avaliação pós-decisão, para suas considerações a respeito das três informações que mais afetaram sua decisão.

Cia.	Relevância da informação ambiental para decisão	Investimento sugerido (R\$)	Justificativa apresentada
A	3	-	"Podem existir riscos de contingências ambientais que não foram provisionadas e caso a empresa venha sofrer uma possível multa, é provável que nem possua caixa para pagá-la."
A	2	4.000,00	"Questões ambientais são cada vez mais relevantes, principalmente em alguns setores específicos da economia, como é o caso da companhia. Torna-se um diferencial muito competitivo."
A	3	10.000,00	"Estamos caminhando ou já inseridos em uma nova realidade empresarial, onde o consumidor dos produtos e serviços está cada vez mais preocupado com a atividade meio da empresa e não somente a fim (produto acabado), os processos e como a companhia se relaciona com os recursos que utiliza na produção de suas atividade se torna objeto do mercado, onde o cliente tende a valorizar e isso se reflete nas ações e na marca da companhia."
A	3	10.000,00	"Particularmente com relação ao setor da economia onde está inserido a companhia (papel e celulose), é fundamental um aboa política de proteção ambiental, já que o tema ambiental está em evidência em todo o mundo. Certamente, se ela souber gerenciar a questão ambiental, ela terá retorno junto aos clientes e investidores. Seria um marketing para alavancar suas vendas."

B	3	10.000,00	"As questões ambientais pesaram positivamente na avaliação da empresa, visto que ela cumpre todas as normas ambientais e mostra grande preocupação com o assunto. Visto também, o segmento que ela atua, pode ser beneficiada."
B	3	20.000,00	"O setor de atuação da empresa tem forte impacto no mercado atual, principalmente no tange a meio ambiente, cuja gestão ambiental da empresa mostra preocupação com busca constantes de melhorias. O mercado atual vê com bons olhos esse tipo de comportamento empresarial, principalmente os investidores internacionais que na hora de direcionarem os seus recursos para aplicações, buscam empresas que além de serem rentáveis e estáveis, tenham reconhecimentos sociais e ambientais, o que é o caso em questão."

Quadro 6 - Justificativa associada à relevância da informação ambiental e investimento sugerido

Através da análise das justificativas apresentadas pelos participantes da pesquisa, pode-se perceber, de forma geral, que a relevância das informações de natureza ambiental estão associadas à importância destas questões em meio à sociedade contemporânea e ao mercado. Além disso, as considerações dos respondentes destacam que o comportamento da empresa no que tange a sua relação com o meio ambiente, quando positiva, pode se tornar um diferencial competitivo no mercado e conseqüentemente a valorização das suas ações.

Destaca-se também, que nas explicações fornecidas pelos participantes do grupo experimental (companhia B), onde o *disclosure* ambiental da companhia apresentava uma possível contingência, ou seja, uma informação desfavorável do seu desempenho ambiental, a visão dos participantes foi positiva em relação à postura da empresa quanto ao meio ambiente. A possível explicação está no fato, de que além da informação negativa no *disclosure* ambiental, o relatório trazia algumas informações da posição da empresa quanto ao meio ambiente, onde eram evidenciadas algumas informações favoráveis.

Outro ponto a ser ressaltado, está na justificativa apresentada por um dos sujeitos submetidos ao caso da companhia A (grupo de controle), onde o relatório gerencial não evidenciava a possível contingência constante no relatório da companhia B. A consideração fornecida por este participante é de que a companhia poderia possuir possíveis contingências. Mesmo com as informações não evidenciadas, o participante considerou o fato como passível de existir. Uma possível explicação ao acontecido pode ser encontrada nas seções 2.1 e 2.2, onde constam algumas explicações referentes a não evidenciação de informações negativas.

4.3 Análises Comparativas com Outras Pesquisas

A presente pesquisa, conforme apresentado anteriormente, tem como objetivo verificar a relevância da informação contábil ambiental nas decisões de investimento em uma companhia, a fim de confirmar ou refutar as conclusões obtidas por Alves (2008). Enquanto o autor aplicou o seu experimento junto a estudantes de pós-graduação como sub-rogados de analistas de mercado, esta pesquisa teve como amostra, analistas de investimento, investidores e professores de finanças. Porém, é necessário verificar além destas informações, a característica das amostras de cada experimento. A tabela 5 exhibe o comparativo da composição das amostras da presente pesquisa e do estudo de Alves (2008).

Tabela 5 - Comparativo da amostra desta pesquisa com a de Alves (2008)

Características	Alves (2008)	%	Esta pesquisa	%
<i>Total de participantes (n)</i>	32	100%	24	100%
<i>Idade (em anos)</i>				
Menos de 30	14	44%	12	50%
30 - 39	14	44%	4	17%
40 - 49	3	9%	3	13%
50 ou mais	1	3%	5	21%
<i>Gênero</i>				
Masculino	18	56%	22	92%
Feminino	14	44%	2	8%
<i>Maior grau de instrução</i>				
Ensino superior			14	58%
Especialização	11	34%	3	13%
Mestrado	21	66%	4	17%
Doutorado			3	13%
<i>Experiência profissional (em anos)</i>				
Menos de dois	2	6%	1	4%
Dois a cinco	8	25%	8	33%
Cinco a dez	11	34%	5	21%
Mais de dez	11	34%	10	42%
<i>Experiência pessoal em decisões de investimento</i>				
Nenhuma	4	13%	1	4%
Pouca	16	50%	6	25%
Moderada	10	31%	8	33%
Considerável	2	6%	7	29%
Larga			2	8%

Pode-se perceber, através da tabela 5, que as amostras das duas pesquisas foram distintas, mas apresentam algumas similaridades. Primeiramente na idade dos participantes, sendo nas duas amostras a maioria jovem, com menos de quarenta anos. Outra semelhança está no fato de a maior parte dos respondentes das duas pesquisas, terem mais que dois anos de experiência profissional.

Quanto às diferenças encontradas, destaca-se o gênero dos participantes, pois enquanto a pesquisa de Alves (2008) apresenta um equilíbrio entre os respondentes, o presente trabalho, possui a amostra com quase na sua totalidade, homens (92%). No que se refere ao grau de instrução, este experimento possui mais da metade dos participantes (58%) com maior grau de escolaridade, o ensino superior. Outro fator a ser considerado, é a experiência pessoal dos participantes em decisões de investimento, em que nesta pesquisa teve um equilíbrio entre os respondentes e na amostra de Alves (2008) a metade possuía pouca experiência em decisões de investimento.

Na tabela 6, apresenta-se um resumo da relevância da informação contábil ambiental para a decisão de investimento em uma companhia, sob a perspectiva de quatro pesquisas distintas. É preciso destacar que nos outros três estudos, além da manipulação da variável ambiental possuir o foco distinto (neste experimento os relatórios da companhia apresentam informações favoráveis ou desfavoráveis em seu *diclosure* ambiental, já nas outras pesquisas, os relatórios apresentavam informações reduzidas ou ampliadas acerca do desempenho ambiental da companhia), os participantes tomaram duas decisões de investimento (longo prazo e curto prazo), enquanto nesta pesquisa a opção é apenas uma (longo prazo). Devido a este fato, a Tabela 5 apresenta apenas as respostas referentes às decisões de investimento em longo prazo.

É preciso destacar que os dados relacionados de Milne e Patten (2002) e Liyanarachchi e Milne (2005), foram retirados em Alves (2008).

<i>Pesquisa</i>	<i>Milne e Patten (2002)</i>		<i>Liyanarachchi e Milne (2005)</i>		<i>Alves (2008)</i>		<i>Esta pesquisa</i>	
Sujeitos (quantidade/país)	Analistas (76/Estados Unidos da América)		Estudantes de Contabilidade (51/ Nova Zelândia)		Estudantes de Pós-Graduação (32/Brasil)		Analistas, investidores e professores (24/Brasil)	
Relevância da informação contábil ambiental para decisão de investimento de longo prazo								
Entre as três mais relevantes	48	63%	24	48%	7	22%	6	25%
Entre a quarta e a nona mais relevantes	20	26%	14	28%	12	38%	13	54%
Não relacionada pelos participantes	8	11%	12	24%	13	41%	5	21%

Percebe-se através dos dados expostos na tabela 6, que em todos os estudos apresentados, a informação contábil ambiental foi considerada relevante para tomada de decisão de investimento. A maior semelhança encontrada com o presente estudo está ligada a alta relevância adota a informação contábil ambiental pelos participantes da pesquisa de Alves (2008), onde a proporção se assemelha aos resultados aqui encontrados (22% e 25%, respectivamente).

Os possíveis motivos pelas divergências e semelhanças encontradas, podem ser explicados por diversos aspectos. Pode-se destacar os aspectos culturais e sociais como tendo grande influência nos resultados, os aspectos legais de cada país pesquisado, além do aspecto temporal das pesquisas. Embora essa consideração não esteja entre os objetivos do trabalho, este aspecto é relevante na medida em que se apresentem comparações com outros resultados.

5 CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

O presente trabalho teve como objetivo, verificar se as informações de natureza ambiental evidenciadas nas demonstrações contábeis e no relatório da administração são relevantes na tomada de decisão de investimento em uma companhia. Para que se chegasse ao objetivo, desenvolveu-se um experimento baseado na pesquisa de Alves (2008), que concluiu que a informação contábil ambiental, na visão de estudantes de pós-graduação, influencia na decisão de investimento. O instrumento de pesquisa foi construído a partir de dados retirados dos relatórios de uma companhia do setor de papel e celulose, com ações negociadas na BOVESPA, cujo exercício social, encerrou em 31/12/2008.

A amostra, obtida por acessibilidade, contou com 24 participantes, sendo composta por analistas de investimento, investidores do mercado de ações e professores de finanças e mercado de capitais. Destes, dezenove sujeitos (79%) apontaram a informação contábil ambiental como relevante para sua decisão de investimento.

Os dados encontrados na análise da pesquisa apontam que o *disclosure* ambiental das demonstrações contábeis e do relatório da administração influencia a decisão de investimento em uma companhia. Porém, não foi possível verificar qual o grau de influencia deste tipo de informação.

A realização de entrevistas com analistas de investimento e investidores seria capaz de fornecer dados mais conclusivos quanto à importância da informação contábil ambiental no cotidiano das decisões de investimento. Porém, esta hipótese não foi considerada para o presente estudo, pois o acesso aos participantes foi restrito e a disponibilidade destes para a realização de um estudo desta natureza não existiu no momento da aplicação do experimento. Sendo assim, este tema surge como uma sugestão para próximos trabalhos.

Quanto à alocação de recursos, os sujeitos submetido à análise de dados da companhia B, que destacaram a informação contábil ambiental como relevante, tiveram a média de investimento superior aos respondentes que analisaram o relatório da companhia A (R\$ 7.444,44 e R\$ 5.200,00, respectivamente). Percebe-se através destes dados, que embora a companhia B apresenta-se informações

desfavoráveis quanto à relação da empresa com o meio ambiente, o investimento médio foi superior ao da companhia A, que apresentava apenas informações favoráveis. Porém, através desta análise, não se pode chegar a conclusões quanto a importância do disclosure ambiental, pois outras informações também influenciaram os participantes nas suas decisões de quanto aplicar na companhia.

Devido ao tamanho da amostra, não se pôde utilizar dados estatísticos para a análise dos dados. A ausência destes, não desqualifica os resultados aqui obtidos. Porém, poderia indicar, por meio de metodologia adequada, a quantificação dos resultados, contribuindo para a validade externa dos mesmos. Além desta quantificação, pesquisas que obtivessem amostra mais ampla, poderiam confirmar ou refutar as evidências aqui encontradas.

Na avaliação pós-decisão foram apresentadas seis informações para que os analistas escolhessem as que afetaram a sua decisão, entre outras que eles poderiam incluir. Considerando que essas informações já inseridas no relatório, podem ter induzido os participantes a escolherem alguma informação, estudos que não as dispusessem desta forma, podem chegar a resultados mais satisfatórios que os apresentados pelo presente trabalho.

A par de todas as limitações já evidenciadas anteriormente, o trabalho contribui para as discussões acerca do papel da variável ambiental no ambiente das decisões de investimento. Tendo em vista, que buscou se aproximar do real cotidiano das decisões de investimento, através da amostra utilizada.

Conforme os resultados obtidos, não foi possível concluir se a evidenciação de informações favoráveis ou desfavoráveis acerca do relacionamento da empresa com o meio ambiente possui diferentes níveis de relevância, podendo este tema ser objeto de estudos futuros.

Contudo, pôde-se verificar através da justificativa fornecida por um dos sujeitos do grupo de controle (companhia A), o que foi explanado no item 2.1 deste trabalho, onde Verrecchia (2007, apud MURCIA e SANTOS, 2009) destaca que o usuário pode interpretar a informação não divulgada, como sendo uma informação negativa. Levando em conta que este respondente não possuía dados desfavoráveis da companhia em relação ao desempenho ambiental, mesmo assim os considerou

possível de existir, o corrido, de certa forma, mostra na prática a tese defendida pelo autor. Porém, essa afirmação se trata de uma hipótese, pois o trabalho não buscou analisar este comportamento quanto à inexistência da informação. Sendo assim, futuras pesquisas podem dar enfoque a esse aspecto, trazendo novas considerações quanto à importância da evidenciação de informações ambientais. Contribuindo desta forma, para o aperfeiçoamento das teorias sobre o tema.

A Contabilidade como fonte de informações relacionadas ao desempenho ambiental das empresas é um tema que deve ser bastante aprofundado, pois os estudos a respeito do assunto são escassos e as normas de evidenciação de informações desta natureza ainda não são muitas e por hora, uniformes. A regulamentação da contabilização e evidenciação destes dados pode, além de contribuir para as pesquisas que buscam aprofundar-se sobre o assunto, criar uma uniformização do *disclosure* ambiental, facilitando a interpretação e a avaliação das informações pelos usuários.

REFERÊNCIAS

- ALVES, Jorge Luiz. **A relevância da informação contábil ambiental para a tomada de decisão de investimento: um estudo junto a estudantes de pós graduação como sub-rogados de analistas de mercado**. 2008, 95 f. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.
- BEUREN, Ilse Maria (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: Teoria e Prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008. 195 p.
- BERGAMINI JUNIOR, Sebastião. **Contabilidade e Risco Ambiental**. Junho de 1999. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em: 15 abr. 2009.
- BRAGA, Célia; PINHO, Débora Rodrigues. **A Evidenciação Contábil Ambiental**. In: BRAGA, Célia. Contabilidade ambiental: Ferramenta para a Gestão da Sustentabilidade. São Paulo: Atlas, 2007. p. 67-71.
- BRASIL. Constituição (1988).
Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm
Acesso em: 13 mai.2009.
- BRASIL, Lei 6.938, de 31 de agosto de 1981. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6938.htm. Acesso em: 22 mai.2010.
- CARVALHO, Fernanda de Medeiros; SIQUEIRA, José Ricardo Maia de. **Regulamentações Brasileiras do Balanço Social**. In: FERREIRA, Aracéli C. de S.; SIQUEIRA, José Ricardo Maia de; GOMES, Mônica Zaidan. Contabilidade Ambiental e Relatórios Sociais. São Paulo: Atlas, 2009. p. 23-41.
- CARVALHO, Fernanda de Medeiros; SIQUEIRA, José Ricardo Maia de. **Indicadores Ambientais nas Normas de Balanço Social**. In: FERREIRA, Aracéli C. de S.; SIQUEIRA, José Ricardo Maia de; GOMES, Mônica Zaidan. Contabilidade Ambiental e Relatórios Sociais. São Paulo: Atlas, 2009. p. 92-111.
- CERVO, Arnaldo Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino. **Metodologia científica: para uso dos estudantes universitários**. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1983.
- CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **Resolução nº 774**: aprova o apêndice à resolução sobre princípios fundamentais de Contabilidade. Brasília, 1994. Disponível em: <http://www.cfc.org.br>. Acesso em: 01/11/2009.
- CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **Resolução nº 1.003**: informações de natureza social e ambiental. Brasília, 2004. Disponível em: <http://www.cfc.org.br>. Acesso em: 01/11/2009.
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação nº 15/87**. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 01/11/2009.

DA COSTA, R. S.; MARION, J. C. **A uniformidade na evidenciação das informações ambientais**. *Revista Contabilidade e Finanças*, São Paulo, n. 43, p. 20-33, jan/abr. 2007.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GÜNTHER, Hartmut. Pesquisa Qualitativa versus Pesquisa Quantitativa: Esta é a Questão? **Psicologia: Teoria e Pesquisa**, v. 22, n. 2, p.201-210, maio-agosto de 2006. Disponível em: <www.scielo.br>. Acesso em: 17 jun. 2009.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BRED, Michael F.. **Teoria da contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

IBRACON – Instituto dos Auditores Independentes do Brasil. Normas e Procedimentos de Auditoria – NPA 11 (Balanço e Ecologia), 1996. Disponível em: <http://www.ibracon.com.br/publicacoes/resultado.asp?identificador=223>. Acesso em: 01/11/2009.

IUDÍCIBUS, Sergio de. **Teoria da contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

IUDÍCIBUS, Sergio de; MARION, José Carlos. **Introdução à Teoria da Contabilidade**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

IUDÍCIBUS, Sergio de; Martins, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações** (Aplicável às demais sociedades). 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

KRAEMER, Maria E. P. **Contabilidade Ambiental como Sistema de Informações**. *Revista Pensar Contábil*. Rio de Janeiro, n. 09, p. 19-26, agosto-outubro de 2000.

LOPES, Alexsandro Broedel. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thompson Learning, 2002.

MONTEIRO, Paulo Roberto Anderson; FERREIRA, Aracéli Cristina de Sousa. A evidenciação da informação ambiental nos relatórios contábeis: um estudo comparativo com o modelo do ISAR/UNCTAD. In: FERREIRA, Aracéli C. de S.; SIQUEIRA, José R. M. de; GOMES, Mônica Z.. **Contabilidade ambiental e relatórios sociais**. São Paulo: Atlas, 2009. p. 192-214.

MURCIA, Fernando Dal-ri; SANTOS, Ariovaldo Dos. **Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil**. In: CONGRESSO INTERNACIONAL DE CONTABILIDADE DA ANPCONT, 3., 2009, São Paulo. Disponível em: <http://www.congressoanpcont.com.br/>. Acesso em: 22 jun. 2009.

NOSSA, Valcemiro. **Disclosure ambiental: uma análise do conteúdo dos relatórios ambientais de empresas do setor de papel e celulose em nível internacional**. 2002. Tese (Doutorado) – FEA/USP, São Paulo.

PORTO-GONÇALVES, C. W. **O desafio ambiental**. Rio de Janeiro: Record, 2004. 179 p. (Os porquês da desordem mundial: mestres explicam a globalização).

RAUPP, Elena Hahn. **Desenvolvimento sustentável: a contabilidade num contexto de responsabilidade social de cidadania e de meio ambiente**. Revista de Contabilidade do CRC SP. São Paulo, Ano VI, n. 20, p. 46-60, jun. 2002.

RIBEIRO, Maisa de Sousa. **Contabilidade ambiental**. São Paulo: Saraiva, 2006.

RICHARDSON, Roberto J. **Pesquisa Social: métodos e técnicas**. 3 ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 1999

ROVER, Suliani. **Evidenciação do passivo ambiental: uma análise comparativa das demonstrações financeiras apresentadas no Brasil e nos Estados Unidos**. 2006. 54. Monografia (Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina. 2006.

ROVER, Suliani; et. al. **Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando análise de regressão em painel**. In: CONGRESSO INTERNACIONAL DE CONTABILIDADE DA ANPICON, 3., 2009, São Paulo. Disponível em: <<http://www.congressoanpcont.com.br/>>. Acesso em: 22 jun. 2009.

SILVA, Mariela Wagner da. **Evidenciação da contabilidade ambiental: uma análise da transparência da demonstrações contábeis de empresas nacionais do setor siderúrgico**, 2004, 68 páginas. Curso de Ciências Contábeis. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.

TINOCO, J. E. P.; KRAEMER, M. E. P. **Contabilidade e gestão ambiental**. São Paulo: Atlas, 2004. 303 p.

APÊNDICES

APÊNDICE A - CENÁRIO

Panorama

Considere que um amigo peça-lhe um conselho a respeito de um investimento. Seu amigo tem 35 anos de idade, é casado, tem 2 filhos, ocupando um cargo de gerência numa empresa bem estabelecida. Ele quer diversificar sua carteira e está em dúvida sobre aplicar recursos em uma companhia.

Seu amigo tem R\$ 20.000,00 de recursos para aplicar e gostaria de sua opinião acerca de quanto investir na empresa. Ele forneceu a você algumas informações resumidas sobre a companhia. O investimento integrará a carteira de investimentos, destinada à sua aposentadoria, sendo que atualmente essa carteira tem valor de mercado aproximado de R\$ 200.000,00.

Tarefa

Por favor, analise as informações resumidas disponibilizadas no Anexo 1. A seguir, indique quanto dos R\$ 20.000,00 você recomendaria que fosse investido na companhia.

Você recomendaria alocar (dos R\$ 20.000,00): _____.

APÊNDICE B – RELATÓRIO GERENCIAL DA COMPANHIA A

Relatório Gerencial da Companhia

Visão Geral da Companhia

A companhia é uma sociedade anônima de capital aberto, com ações negociadas na Bolsa de Valores. É uma empresa de Papel e Embalagem integrada, com robusta base florestal própria. A essência dos seus negócios é a otimização do uso da floresta plantada de pinus (fibra longa), através do seu multiuso, buscando agregar valor a cada etapa do processo produtivo, bem como cada produto de origem florestal: celulose, papel, embalagem, móveis, madeiras, resinas e biomassa para energia.

Desempenho Econômico-Financeiro

PRINCIPAIS INDICADORES FINANCEIROS

(R\$ mil)	2008	2007	Variação
Receita Operacional Bruta	485.632	440.347	10,2%
Receita Operacional Líquida	388.391	350.400	10,8%
Lucro Bruto	90.497	89.763	0,8%
Margem Bruta	23,3%	25,6%	
Resultado Antes do IR	(81.530)	22.066	-469,5%
Resultado Líquido	(54.223)	14.595	-471,5%
EBTIDA Ajustado	58.519	52.055	12,4%
Margem EBTIDA	15,1%	14,9%	

EBTIDA - EARNING BEFORE INTEREST, TAXES, DEPRECIATION AND ARMOTIZATION (*)

(R\$ mil)	2008	2007	Variação
Resultado Antes do IR	(81.530)	22.066	-469,5%
Depreciação, Exaustão e Amortização	36.306	27.911	30,1%
Resultado Financeiro	91.189	(1.883)	-4942,8%
EBTIDA	45.965	48.094	-4,4%
Provisões (IPI e Contingências)	10.238	3.961	158,5%
PDD - Clientes com vencimentos anteriores a 2008	2.316		
EBTIDA Ajustado	58.519	52.055	12,4%

PRINCIPAIS INDICADORES CONTÁBEIS

	2008	2007	2006
Rentabilidade (RPL):	-109%	14%	1%
Liquidez Corrente:	0,60	1,18	0,76
Capital de Giro:	-75.452	22.253	-25.019
Endividamento:	91%	79%	64%
Giro do Ativo:	0,86	0,92	1,14

Mercado de Capitais

O capital social da companhia é representado por 8.104.500 de ações, sendo 7.463.987 ordinárias e 640.513 preferenciais.

Em virtude do resultado da companhia no ano de 2008, não houve distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio aos acionistas. Já no ano de 2007 a companhia distribuiu juros sobre o capital próprio no valor total de R\$ 4.250 mil, correspondente a R\$ 4,05 por ação, além de dividendos no valor total de R\$ 283 mil, correspondente a R\$ 0,08 por ação preferencial e R\$ 0,03 por ação ordinária.

Questões Ambientais

A empresa teve diversos reconhecimentos sociais e ambientais, reflexo das ações e projetos desenvolvidos ao longo do ano. A gestão ambiental da companhia está pautada no atendimento a legislação ambiental vigente, na redução de riscos ambientais, na busca da melhoria contínua da redução dos impactos ambientais minimizando as emissões hídricas, emissões atmosféricas, geração e destinação de resíduos sólidos e praticando o uso sustentável do solo e de recursos naturais.

As reduções de emissões de gases de efeito estufa, na companhia, se concretizaram com o desenvolvimento de projetos de Mecanismo de Desenvolvimento Limpo (MDL) de pequena escala. Com o intuito de direcionar atividades com responsabilidade socioambiental a organização implantou a Usina de

Co-geração, em 2006, e modernizou a Estação de Tratamento de efluentes, em 2008, projetos que permitiram a geração de créditos de carbono pelo Protocolo de Kyoto. Os dois projetos estão possibilitando reduzir a emissão de cerca de 200 mil toneladas de dióxido de carbono equivalente ao ano. A Empresa contabilizou em 2008 receitas com créditos de carbono equivalente a R\$ 5,1 milhões.

Em abril de 2008 a companhia conquistou a certificação do FSC (Forest Stewardship Council). Esta certificação florestal garante que a madeira produzida ou utilizada pela empresa vem de uma floresta manejada de forma ecologicamente correta, socialmente justa e economicamente viável. Funciona como um atestado de origem e certifica que a empresa obtém produtos florestais que respeitam os aspectos socioambientais, além de possibilitar a continuidade dos negócios em longo prazo.

Perspectivas Futuras

O ano de 2009 indica a economia brasileira e mundial em retração. As expectativas são de crescimento do PIB da ordem de 2% ou menos, nível menor que os realizados nos anos anteriores, mas que indica o Brasil como um dos poucos países do mundo em crescimento.

Durante o ano de 2008, a companhia operacionalizou um projeto que teve investimento de mais de R\$ 120 milhões, que visa a ampliação da produção de celulose, ampliação e modernização das máquinas de papel, construção de uma nova fábrica de embalagem de papelão ondulado e a ampliação da capacidade de produção da fábrica de papelão ondulado existente. Os investimentos foram feitos através de recursos captados em financiamento que será amortizado através de operação de pré-pagamento de exportação, com prazo de 6 anos.

Mesmo em cenário de crise mundial, a empresa prevê crescimento em suas operações de Papel e Embalagem, impulsionados principalmente pela consolidação dos investimentos do projeto implantado em 2008 que tornou a empresa mais competitiva.

APÊNDICE C – RELATÓRIO GERENCIAL DA COMPANHIA B

Relatório Gerencial da Companhia

Visão Geral da Companhia

A companhia é uma sociedade anônima de capital aberto, com ações negociadas na Bolsa de Valores. É uma empresa de Papel e Embalagem integrada, com robusta base florestal própria. A essência dos seus negócios é a otimização do uso da floresta plantada de pinus (fibra longa), através do seu multiuso, buscando agregar valor a cada etapa do processo produtivo, bem como cada produto de origem florestal: celulose, papel, embalagem, móveis, madeiras, resinas e biomassa para energia.

Desempenho Econômico-Financeiro

PRINCIPAIS INDICADORES FINANCEIROS

(R\$ mil)	2008	2007	Variação
Receita Operacional Bruta	485.632	440.347	10,2%
Receita Operacional Líquida	388.391	350.400	10,8%
Lucro Bruto	90.497	89.763	0,8%
Margem Bruta	23,3%	25,6%	
Resultado Antes do IR	(81.530)	22.066	-469,5%
Resultado Líquido	(54.223)	14.595	-471,5%
EBTIDA Ajustado	58.519	52.055	12,4%
Margem EBTIDA	15,1%	14,9%	

EBTIDA - EARNING BEFORE INTEREST, TAXES, DEPRECIATION AND ARMOTIZATION (*)

(R\$ mil)	2008	2007	Variação
Resultado Antes do IR	(81.530)	22.066	-469,5%
Depreciação, Exaustão e Amortização	36.306	27.911	30,1%
Resultado Financeiro	91.189	(1.883)	-4942,8%
EBTIDA	45.965	48.094	-4,4%
Provisões (IPI e Contingências)	10.238	3.961	158,5%
PDD - Clientes com vencimentos anteriores a 2008	2.316		
EBTIDA Ajustado	58.519	52.055	12,4%

PRINCIPAIS INDICADORES CONTÁBEIS

	2008	2007	2006
Rentabilidade (RPL):	-109%	14%	1%
Liquidez Corrente:	0,60	1,18	0,76
Capital de Giro:	-75.452	22.253	-25.019
Endividamento:	91%	79%	64%
Giro do Ativo:	0,86	0,92	1,14

Mercado de Capitais

O capital social da companhia é representado por 8.104.500 de ações, sendo 7.463.987 ordinárias e 640.513 preferenciais.

Em virtude do resultado da companhia no ano de 2008, não houve distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio aos acionistas. Já no ano de 2007 a companhia distribuiu juros sobre o capital próprio no valor total de R\$ 4.250 mil, correspondente a R\$ 4,05 por ação, além de dividendos no valor total de R\$ 283 mil, correspondente a R\$ 0,08 por ação preferencial e R\$ 0,03 por ação ordinária.

Questões Ambientais

A empresa teve diversos reconhecimentos sociais e ambientais, reflexo das ações e projetos desenvolvidos ao longo do ano. A gestão ambiental da companhia está pautada no atendimento a legislação ambiental vigente, na redução de riscos ambientais, na busca da melhoria contínua da redução dos impactos ambientais minimizando as emissões hídricas, emissões atmosféricas, geração e destinação de resíduos sólidos e praticando o uso sustentável do solo e de recursos naturais.

A companhia destaca uma possível contingência para o exercício de 2009, que se refere à ação ambiental do Ministério Público Federal e tem como valor mínimo estimado de indenização R\$ 876 mil, podendo chegar ao valor máximo de R\$ 5 milhões. Por considerar o referido assunto de difícil mensuração, a

Administração da Companhia avalia a ação como possível perda e com boas chances de êxito, entendendo ainda que se condenada o valor seja menor do máximo estimado de indenização.

Perspectivas Futuras

O ano de 2009 indica a economia brasileira e mundial em retração. As expectativas são de crescimento do PIB da ordem de 2% ou menos, nível menor que os realizados nos anos anteriores, mas que indica o Brasil como um dos poucos países do mundo em crescimento.

Durante o ano de 2008, a companhia operacionalizou um projeto que teve investimento de mais de R\$ 120 milhões, que visa a ampliação da produção de celulose, ampliação e modernização das máquinas de papel, construção de uma nova fábrica de embalagem de papelão ondulado e a ampliação da capacidade de produção da fábrica de papelão ondulado existente. Os investimentos foram feitos através de recursos captados em financiamento que será amortizado através de operação de pré-pagamento de exportação, com prazo de 6 anos.

Mesmo em cenário de crise mundial, a empresa prevê crescimento em suas operações de Papel e Embalagem, impulsionados principalmente pela consolidação dos investimentos do projeto implantado em 2008 que tornou a empresa mais competitiva.

APÊNDICE D – DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DA COMPANHIA

Balanco Patrimonial

	31/12/08	31/12/07	31/12/06		31/12/08	31/12/07	31/12/06
							(Reais Mil)
Ativo Total	563.540	479.991	330.546	Passivo Total	563.540	479.991	330.546
Ativo Circulante	114.914	148.401	78.113	Passivo Circulante	190.366	126.148	103.132
Disponibilidades	1.370	59.542	1.523	Empréstimos e Financiamentos	112.990	64.858	51.147
Créditos	77.928	57.513	41.586	Debêntures	-	-	-
Estoques	35.616	31.346	23.922	Fornecedores	41.482	34.224	24.594
Outros	-	-	11.082	Impostos, Taxas e Contribuições	17.288	14.040	8.488
Ativo Não Circulante	448.626	331.590	252.433	Dividendos a Pagar	32	74	776
Realizável a Longo Prazo	50.699	24.561	9.910	Provisões	-	-	4.386
Permanente	397.927	307.029	242.523	Dívidas com Pessoas Ligadas	6.968	5.638	6.530
Investimentos	-	-	41.660	Outros	11.606	7.314	7.211
Imobilizado	362.832	265.191	199.996	Passivo Não Circulante	323.231	252.903	109.450
Intangível	33.543	37.736	-	Part. Acionistas ã Controladores	-	4	1
Diferido	1.552	4.102	867	Patrimônio Líquido	49.943	100.936	117.963
				Capital Social Realizado	63.337	63.060	39.090
				Capital Social Realizado	63.381	63.381	-
				(-) Ações em tesouraria	(44)	(321)	-
				Reservas de Capital	-	-	-
				Reservas de Reavaliação	15.993	16.476	24.149
				Reservas de Lucro	-	21.400	30.433
				Lucros/Prejuízos Acumulados	(29.387)	-	-
				Adiantamento p/ Aumento Capital	-	-	24.291

Demonstração do Resultado do Exercício

	2008	2007	(Reais Mil) 2006
(+) Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	485.632	440.347	377.689
(-) Deduções da Receita Bruta	(97.241)	(89.947)	(77.120)
Receita Líquida de Vendas e/ou			
(=) Serviços	388.391	350.400	300.569
(-) Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(297.894)	(260.637)	(225.803)
(=) Resultado Bruto	90.497	89.763	74.766
(-) Despesas/Receitas Operacionais	(172.035)	(67.697)	(75.956)
(+) Resultado Operacional	(81.538)	22.066	(1.190)
(+) Resultado Não Operacional	-	-	4.214
Resultado Antes			
(=) Tributação/Participações	(81.538)	22.066	3.024
(-) Provisão para IR e Contribuição Social	(301)	(9.587)	(1.831)
(+) IR Diferido	27.913	3.942	-
(-) Participações/Contribuições Estatutárias	(310)	(1.827)	(219)
(-) Part. de Acionistas Não Controladores	13	1	-
(=) Lucro/Prejuízo do Período	(54.223)	14.595	974
	2008	2007	2006
Nº Ações, Ex-Tesouraria (Unidade)	8.101.419	8.082.000	6.403.450
Lucro por Ação (Reais)	-	1,80586	0,15211
Prejuízo por Ação (Reais)	-6,69303	-	-

Demonstração do Fluxo de Caixa

	2008	(Reais Mil) 2007
Caixa Líquido Atividades Operacionais	37.556	38.407
Caixa Gerado nas Operações	53.944	50.019
Variações nos Ativos e Passivos	(16.388)	(11.612)
Outros	-	-
Caixa Líquido Atividades de Investimento	(128.421)	(116.354)
Aquisição de imobilizado	(128.421)	(116.354)
Caixa Líquido Atividades Financiamento	32.693	135.966
Mútuos com pessoas ligadas	(12.132)	(6.947)
Pagamento de dividendos	(42)	(702)
Empréstimos captados	168.110	223.838
Empréstimos pagos	(123.243)	(80.223)
Varição Cambial s/ Caixa e Equivalentes	-	-
Aumento(Redução) de Caixa e Equivalentes	(58.172)	58.019
Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes	59.542	1.523
Saldo Final de Caixa e Equivalentes	1.370	59.542

Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido

2008

Descrição da Conta	Capital Social	Reservas de Reavaliação	Reservas de Lucro	Lucros/Prejuízo Acumulados	(Reais Mil) Total do Patrimônio Líquido
Saldo Inicial	63.060	16.476	21.400	0	100.936
Ajustes de Exercícios Anteriores	0	0	2.766	0	2.766
Saldo Ajustado	63.060	16.476	24.166	0	103.702
Lucro / Prejuízo do Período	0	0	0	(54.223)	(54.223)
Realização de Reservas de Lucros	0	(483)	(24.166)	24.649	0
Ações em Tesouraria	277	0	0	0	277
Outros	0	0	0	187	187
Saldo Final	63.337	15.993	0	(29.387)	49.943

APÊNDICE E – AVALIAÇÃO PÓS-DECISÃO

Avaliação pós-decisão

Parte A – Agora que você completou o exercício, gostaríamos de obter algumas informações que influenciaram sua decisão. **Indique com 1 o item mais importante, 2 para o segundo, 3 para o terceiro e assim sucessivamente**, sem repetir os números, identificando **APENAS** aqueles itens que afetaram sua decisão. Não há resposta correta, pelo que pedimos que você tente identificar os fatores que efetivamente contribuíram para a tomada de decisão.

1 Fluxo de caixa	_____	
2 Ganhos por ação	_____	
3 Histórico da companhia	_____	
4 Liquidez	_____	
5 Questões ambientais	_____	
6 Tendências de crescimento	_____	
7 Outros (favor informar)	_____	_____
8 Outros (favor informar)	_____	_____
9 Outros (favor informar)	_____	_____

Parte B – Tendo em vista o item que você identificou como primeiro mais importante na sua decisão (o item ao qual você atribui 1), explique como esse fator afetou sua decisão.

Parte C – Tendo em vista o item que você identificou como segundo mais importante na sua decisão (o item ao qual você atribui 2), explique como esse fator afetou sua decisão.

Parte D – Tendo em vista o item que você identificou como terceiro mais importante na sua decisão (o item ao qual você atribui 3), explique como esse fator afetou sua decisão.

Informações Pessoais

Idade

- ☐ Menos de 30
- ☐ 30-39
- ☐ 40-49
- ☐ 50 ou mais

Gênero

- ☐ Feminino
- ☐ Maculino

Maior grau de instrução

- ☐ Ensino Superior Completo
- ☐ Especialização
- ☐ Mestrado
- ☐ Outro (favor especificar)
- ☐ _____

Experiência Profissional (anos)

- ☐ Nenhum
- ☐ Menos de dois
- ☐ Dois a cinco
- ☐ Cinco a dez
- ☐ Mais de dez

Experiência pessoal em decisões de investimento

- ☐ Nenhuma (Eu nunca tomei decisões de investimento)
- ☐ Pouca experiência
- ☐ Experiência moderada
- ☐ Experiência considerável
- ☐ Larga experiência

APÊNDICE F – TABULAÇÃO DOS DADOS DA COMPANHIA A

Respondente	Perfil	Valor sugerido	Relevância								
			1	2	3	4	5	6	7	8	9
Sujeito 1	Professor	-	4	1	5	7	6	3	2		
Sujeito 2	Professor	5.000,00	1	6	7	4	5	3	2		
Sujeito 3	Professor	-	7	8	1	6	9	3	2	4	5
Sujeito 4	Professor	2.000,00	4	1	2	3	6	5	7	8	9
Sujeito 5	Professor	9.000,00	6	3	2	4	1	5			
Sujeito 6	Analista	2.000,00	4	1	3	6	2	5			
Sujeito 7	Analista	4.000,00	3	5	2	6	1	4			
Sujeito 8	Analista	10.000,00	1	2	7	8	9	5			
Sujeito 9	Investidor	10.000,00	3	1	6						
Sujeito 10	Investidor	10.000,00	6	3	5						
Sujeito 11	Investidor	10.000,00	6	1	5	3	4	2			
Sujeito 12	Investidor	-	8	7	4	1	6				

Quadro 7 - Investimento sugerido e relevância da informação para decisão – Cia. A

Legenda:

Relevância:

1 - primeira informação mais relevante; 9 nona informação mais relevante

Informação:

- 1 - fluxo de caixa
- 2 - ganhos por ação
- 3 - histórico da companhia
- 4 - liquidez
- 5 - questões ambientais
- 6 - tendências de crescimento
- 7 - outros (deveria ser indicado pelo respondente)
- 8 - outros (deveria ser indicado pelo respondente)
- 9 - outros (deveria ser indicado pelo respondente)

APÊNDICE G – TABULAÇÃO DOS DADOS DA COMPANHIA B

Respondente	Perfil	Valor sugerido	Relevância								
			1	2	3	4	5	6	7	8	9
Sujeito 1	Professor	10.000,00	7	8	1	6	3	2	4	5	
Sujeito 2	Professor	-	7	8	2	6	4	1	3		
Sujeito 3	Analista	-	7	8	3	1	2	4	6	5	
Sujeito 4	Analista	10.000,00	6	4	5	1	2	3			
Sujeito 5	Analista	7.000,00	7	1	8	6	2	9	3	4	5
Sujeito 6	Analista	-	7	4	6						
Sujeito 7	Analista	5.000,00	7	4	6						
Sujeito 8	Analista	10.000,00	3	4	1	6	5	2			
Sujeito 9	Analista	-	2	1	7	4	5	6			
Sujeito 10	Analista	5.000,00	6	1	3	4	5	2			
Sujeito 11	Investidor	5.000,00	1	4	3	6	2	5	7		
Sujeito 12	Investidor	20.000,00	2	6	5	7					

Quadro 8 - Investimento sugerido e relevância da informação para decisão – Cia. B

Legenda:

Relevância:

- 1 - primeira informação mais relevante; 9 nona informação mais relevante

Informação:

- 1 - fluxo de caixa
- 2 - ganhos por ação
- 3 - histórico da companhia
- 4 - liquidez
- 5 - questões ambientais
- 6 - tendências de crescimento
- 7 - outros (deveria ser indicado pelo respondente)
- 8 - outros (deveria ser indicado pelo respondente)
- 9 - outros (deveria ser indicado pelo respondente)